

God forretningsskikk ved investeringsrådgivning overfor ikke-profesjonelle kunder.



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 700

Leveringsfrist: 25. april 2011

(* regelverk for masteroppgave på:

www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUR5030/reglement/vedlegg_emnebeskrivelse_masteroppgaver_JUR5030_5060.html)

Til sammen 17 884 ord

25.04.2011

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Tema	1
1.2	Avgrensninger	1
1.3	Aktualitet	2
<u>2</u>	<u>RETTSKILDER</u>	<u>5</u>
2.1	Verdipapirlovgivningen og MiFID	5
2.2	Rettspraksis og praksis fra Bankklagenemnda og Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd	6
2.3	Praksis fra Finanstilsynet og Finansdepartementet	7
2.4	Bransjenormer og bransjepraksis	7
<u>3</u>	<u>INVESTERINGSRÅDGIVNING</u>	<u>9</u>
3.1	Definisjon	9
3.1.1	”Personlig anbefaling til en kunde”	10
3.1.2	”På kundens eller verdipapirforetakets initiativ”	11
3.1.3	”Transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter ”	11
3.2	Forholdet til andre tjenester	12
3.3	Konsesjon	13
<u>4</u>	<u>FORUTSETNING: KLASSIFISERING AV KUNDER</u>	<u>15</u>
<u>5</u>	<u>GOD FORRETNINGSSKIKK</u>	<u>17</u>
5.1	Oversikt	17

5.2	De overordnede krav til rådgivningen	18
5.2.1	Generelt	18
5.2.2	Ivaretagelse av kundens interesser	21
5.2.2.1	Generelt	21
5.2.2.2	Kundens interesser fremfor foretakets	21
5.2.2.3	Kundens interesser skal ivaretas ”på beste måte”	24
5.2.2.3.a	”Beste tilgjengelige produkt”	25
5.2.2.3.b	Kostnadsstrukturen må ikke vesentlig redusere avkastningspotensialet	27
5.2.2.3.c	Krav til foretakets marginer?	29
5.2.3	Ivaretagelse av markedets integritet	32
5.3	Egnethetstesting av investeringer	33
5.3.1	Innhenting av informasjon om kunden	33
5.3.2	Hva er en egnet transaksjon?	37
5.4	Krav til foretakets kompetanse	43
5.5	Informasjon til kunden	45
<u>6</u>	<u>SÆRLIGE SPØRSMÅL</u>	<u>51</u>
6.1	Vederlagsspørsmål	51
6.1.1	Vederlag fra andre enn kunden	51
6.1.2	Særlig om ”churning”	52
6.2	Tid til områelse?	54
6.3	Plikt til å gi råd?	54
<u>7</u>	<u>DOKUMENTASJON AV RÅDGIVNINGSPROSESSEN</u>	<u>56</u>
<u>8</u>	<u>KONSEKVENSENE AV OVERTREDELSE AV KRAVET TIL GOD FORRETNINGSSKIKK</u>	<u>59</u>
8.1	Pålegg om retting	59
8.2	Inndragelse av konsesjon	59
8.3	Straff og vinningsavståelse	60

8.4	Forholdet til privatrettslige krav	60
<u>9</u>	<u>FLERE KRAV – BEDRE RÅD?</u>	<u>62</u>
9.1	Innledning	62
9.2	Et regelverk egnet til investorbeskyttelse?	62
9.3	Er regelverket for detaljert?	64
<u>10</u>	<u>KILDELISTE</u>	<u>67</u>
10.1	Bøker, artikler og lignende	67
10.2	Lovgivning, rundskriv, bransjenormer	69
10.2.1	Lovgivning	69
10.2.2	Forskrifter og rundskriv	70
10.2.3	Bransjenormer	71
10.3	EU-kilder	72
10.4	Rettspraksis og nemndspraksis	72
10.5	Myndighetspraksis og –publikasjoner	73
10.6	Forarbeider	76

1 Innledning

1.1 Tema

Avhandlingens tema er kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 ved investeringsrådgivning overfor ikke-profesjonelle.

Etter ikrafttreddelsen av ny verdipapirhandellov i 2007 ble investeringsrådgivning en konsesjonspliktig tjeneste. Foretak som vil yte investeringsrådgivning på forretningsmessig basis må ha særskilt tillatelse til dette fra Finanstilsynet, jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 9-1 (1), jf. § 2-1 (1) nr. 5. Innføringen av konsesjonsplikt for denne typen tjeneste medfører for det første at foretak som ønsker å yte investeringsrådgivning må organisere seg som verdipapirforetak. For det annet må foretaket innrette sin virksomhet etter en rekke krav, herunder kravet til god forretningsskikk. Avhandlingen skal kartlegge og analysere dette kravet i forholdet mellom rådgivningsforetakene og deres ikke-profesjonelle kunder.

1.2 Avgrensninger

Kravet til god forretningsskikk er et generelt krav til foretakenes virksomhet, og gjelder også ved andre tjenester enn investeringsrådgivning. Avhandlingen vil imidlertid konsentrere seg om de sider av kravet som er relevante ved ytelse av investeringsrådgivning. Avhandlingen avgrenses videre mot rådgivning til profesjonelle kunder og de såkalte kvalifiserte motpartene (se kapittel 4 om kundeklassifisering).

Regelverket på området er detaljrikt. Særlig gjelder dette for den informasjon som skal gis til kunden (se punkt 5.5). Her stiller de aktuelle lov- og forskriftsbestemmelser svært detaljerte krav. Kunden skal blant annet motta informasjon om foretakets navn, adresse, kommunikasjonsmetoder som skal benyttes mellom foretaket og kunden, hvilke rapporter kunden skal motta, med mer (se forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) del III). Her vil det primært bli henvist til

de aktuelle lov- og forskriftsbestemmelser. Avhandlingen gir altså ingen uttømmende redegjørelse av denne detaljerte siden av god forretningsskikk-normen. Det er imidlertid ikke i detaljene at de interessante problemstillingene melder seg. Avgrensningen er på denne bakgrunn naturlig i en juridisk avhandling. Fokuset vil i stedet rettes mot de kvalitative krav til rådgivningen, som kravet om at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende (verdipapirhandelloven § 10-11 (3)).

Avhandlingen avgrenses mot spørsmål knyttet til verdipapirforetakenes organisering. De generelle atferdsbestemmelser for aktører i markedet for øvrig vil heller ikke berøres. Fordi det er nær sammenheng mellom kravet til god forretningsskikk og reglene om håndtering av interessekonflikter, vil avhandlingen på enkelte områder vise til andre aktuelle bestemmelser i verdipapirlovgivningen.

For oversiktens skyld vil det kort bli redegjort for virkninger av bruddet på kravet til god forretningsskikk. Dette gjøres for å sette kravet inn i en naturlig kontekst, men tjener mest som en påminnelse av betydningen av god forretningsskikk-kravet.

Avhandlingen vil først analysere innholdet i tjenesten investeringsrådgivning med utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 2-4 (1). Dette gjøres relativt omfattende fordi klargjøring av tjenestens innhold er en vesentlig forutsetning for de videre drøftelser. Deretter analyseres de nærmere krav som stilles til rådgivningen etter normen god forretningsskikk, med utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 10-11 og aktuelle forskriftsbestemmelser. I avhandlingens siste del behandles spørsmål knyttet til regelverkets virkninger.

1.3 Aktualitet

Etter at investeringsrådgivning ble en konsesjonspliktig tjeneste, har både offentlige myndigheter og media rettet økt søkelys mot salg av og rådgivning knyttet til spare- og investeringsprodukter.¹ I kjølvannet av den såkalte finanskrisen, som førte til

¹ Se blant annet Buggeland (2010), Skjevestad (2010) og Finanstilsynet (2010) a side 58.

kredittvegring fra finansinstitusjoner, økt arbeidsledighet og kursfall på verdens børser, har det blitt avdekket vesentlige mangler ved den rådgivning og de spare-/investeringsprodukter som har blitt tilbudt særlig ikke-profesjonelle investorer.²

Rådgivningssegmentet har de siste årene vært hovedfokuset i Finanstilsynets tilsynsvirksomhet med verdipapirforetakene.³ I 2008 mistet verdipapirforetakene Caveo ASA og Totalvekst ASA sine konsesjoner til å drive investeringsrådgivning etter at Finanstilsynet hadde vært på stedlig tilsyn hos foretakene.⁴ Glitnir Privatøkonomi AS valgte samme år å levere tilbake sin konsesjon etter at Finanstilsynet hadde rettet alvorlig kritikk mot foretaket og varslet tilbakekall av konsesjonen.⁵ Felles for alle de tre tilfellene var at Finanstilsynet avdekket at foretakene gjennom sin rådgivning konsekvent hadde brutt kravet til god forretningsskikk ved å anbefale kundene å investere i produkter som gav høyest mulig fortjeneste for foretakene, på bekostning av kundenes interesser. Temaet er særlig dagsaktuelt fordi Finanstilsynet 23. mars 2011 vedtok å tilbakekalle Agilis Group AS' tillatelser til å yte investeringstjenester. Foretaket skal systematisk ha brutt kravet til god forretningsskikk gjennom sin rådgivning.⁶ Det er ventet at vedtaket vil bli påklaget.

For tiden verserer det flere saker i rettssystemet hvor kunder har rettet erstatningskrav mot banker for mangelfull investeringsrådgivning. I Bankklagenemnda venter nå rundt 1700 saker på behandling i påvente av avgjørelsen av den ene av disse sakene, den såkalte Røeggen-saken.⁷ Den siste tiden har Bankklagenemnda fått inn stadig flere saker vedrørende finansiell rådgivning (som vel å merke er et videre begrep enn

² Forbrukerrådet (2009).

³ Finanstilsynet (2010)a side 58.

⁴ Finanstilsynet (2008)a og Finanstilsynet (2008)b.

⁵ Finanstilsynet (2008)c.

⁶ Finanstilsynet (2011)c.

⁷ NTB (2010).

investeringsrådgivning, jf. kapittel 3 nedenfor). I 2009 angikk 22 % av sakene (186 saker) finansiell rådgivning, mot 16 % året før (119 saker).⁸

⁸ Bankklagenemnda (2009) side 6.

2 Rettskilder

2.1 Verdipapirlovgivningen og MiFID

Kravet til god forretningsskikk ved ytelse av investeringsrådgivning finner man i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven). Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) utfyller reglene om god forretningsskikk.

Loven gjennomfører EU-direktivet 2004/39/EF ”on markets in financial instruments” (MiFID) i norsk rett. Direktivet ble vedtatt 21. april 2004 og inntatt i EØS-avtalen 29. april 2005 ved EØS-komiteens beslutning 65/2005.⁹ Direktivets hovedformål er sikring av verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet og oversiktighet, samt å fremme tillit til markedet.¹⁰

Direktivet er et rammedirektiv, og utgjør nivå 1 av 4 i den såkalte Lamfalussy-prosessen.¹¹ I Lamfalussy-prosessen vedtas først et rammedirektiv uten detaljerte regler, som følges opp av utfyllende regler fra EU-kommisjonen (nivå 2). Neste nivå (3) er samarbeid mellom nasjonale myndigheter angående blant annet tolkning av regelverket, som skjer gjennom European Securities and Markets Authority (ESMA, tidligere ”CESR”). ESMA offentliggjør rapporter og retningslinjer for håndheving av regelverket. Siste nivå (4) er EU-kommisjonens kontroll med implementeringen av regelverket i de ulike medlemsland.

MiFID er fulgt opp med et gjennomføringsdirektiv (kommisjonsdirektiv 2006/73/EF) og gjennomføringsforordning (kommisjonsforordning (EF) nr. 1287/2006) som gir utfyllende regler. Disse er gjennomført i norsk rett i forskrifts form. MiFID er under

⁹ Jf. NOU 2006:3 side 13.

¹⁰ Se MiFID Fortale og NOU 2006:3 side 13.

¹¹ Tyrhaug og Mydske (2008) side 155.

evaluering, og det er ventet at det fremlegges forslag til endringer av direktivet i løpet av 2011.

Etter presumsjonsprinsippet forutsettes norsk rett å være i overensstemmelse med Norges folkerettslige forpliktelser. Ved tolkning av norske rettsregler som bygger på EU-direktiver, kan man anta at lovgivers intensjon har vært å oppfylle Norges forpliktelser etter EØS-avtalen.¹² Regelen om god forretningsskikk finner man i MiFID artikkel 19. Regelen krever fullharmonisering i nasjonal rett, og direktivsbestemmelsene vil etter presumsjonsprinsippet ha vesentlig vekt som tolkningsmoment ved tolkning av gjennomføringsbestemmelsene.

2.2 Rettspraksis og praksis fra Bankklagenemnda og Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd

Den rettspraksis som foreligger omhandler stort sett håndhevelsen av regelverket fra før implementeringen av MiFID. Det finnes imidlertid ikke grunnlag for å anta at den rettslige standard ”god forretningsskikk” har endret karakter etter at ny verdipapirhandellov trådte i kraft ultimo 2007, selv om regelverket nå er mer detaljert. (Se mer om dette under punkt 5.2.)

I tillegg til de ordinære domstolene, er praksis fra Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd og Bankklagenemnda (Finansklagenemnda Bank) relevante rettskilder på verdipapirrettens område. Klagenemndenes saksbehandling er skriftlig, og uttalelser i enkeltsaker er rådgivende. Avgjørelsene følges likevel for det vesentligste av de innklagede foretak. Foretakene må innen gitte frister sende et begrunnet varsel dersom avgjørelsen ikke følges.¹³ Selv om praksis fra klagenemndene ikke er bindende for domstolene, er det etter rettspraksis grunn til å tillegge den betydelig vekt.¹⁴ Nemndenes praksis vil veie særlig tungt hvor uttalelsene danner grunnlaget for en

¹² Bergo (2008) side 17.

¹³ Se Saksbehandlingsregler for Finansklagenemnda og Behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer.

¹⁴ Se Rt. 1984 s. 248 om Næringslivets Konkurransutvalg.

omforent bransjepraksis, og på områder hvor det er sparsomt med andre rettskilder.¹⁵ Kravet til god forretningsskikk i verdipapirlovgivningen er et *offentligrettslig krav*. Brudd på offentligrettslige normer har i utgangspunktet ikke direkte privatrettslige følger. Fra Bankklagenemndas praksis kan man slutte at kravet til god forretningsskikk slik det er definert i verdipapirlovgivningen, danner grunnlag for aktsomhetsvurderingen ved erstatningskrav fra kunder begrunnet i uaktsom rådgivning. Derfor vil blant annet praksis knyttet til erstatningskrav fra kunde mot foretak for mangelfull rådgivning være av relevans for avhandlingen.

2.3 Praksis fra Finanstilsynet og Finansdepartementet

Finanstilsynet (tidligere Kredittilsynet) fører tilsyn med at aktørene i markedet overholder verdipapirregelverket, jf. finanstilsynsloven § 3. Finanstilsynet utarbeider blant annet rundskriv vedrørende lovtolkningen som det er grunn til å vektlegge, og det finnes rikholdig praksis fra Finanstilsynets tilsyn med verdipapirforetakene. Tilsynspraksis vil særlig ha interesse hvor rettspraksisen er sparsom. Som klageorgan finnes også noe praksis fra Finansdepartementet.

2.4 Bransjenormer og bransjepraksis

Hva som er den rådende oppfatning av god skikk i bransjen, og for den sakens skyld bransjepraksis, kan ikke umiddelbart tas til inntekt for hva som er ”god forretningsskikk”, selv om dette vil kunne spille en ikke uvesentlig rolle ved fastsetting av normen.¹⁶ På verdipapirrettens område er det særlig Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer som kan kaste et lys over hva som anses som god skikk i bransjen. Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere (AFR) er en ny frivillig ordning for foretak som yter finansiell rådgivning. AFR har vedtatt et sett med etiske normer som rådgivere forutsettes å kunne og følge. Også disse vil kunne belyse bransjenormen.

¹⁵ Hagstrøm (2003) side 57 flg.

¹⁶ Jf. Rt. 1998 s. 1315.

En kilde til belysning av god forretningsskikk-normen finner man også i foretakenes praksis og interne rutiner. Likelydende rutiner i bransjen kan kaste lys over hva bransjen oppfatter som god skikk, da interne retningslinjer blant annet er laget for at foretakene skal holde seg innenfor regelverket. I LF-2010-16348 heter det at interne retningslinjer er ”et sentralt moment” ved vurdering av god forretningsskikk-normen.

3 Investeringsrådgivning

3.1 Definisjon

Det har stor betydning å fastlegge det nærmere innhold av tjenesten investeringsrådgivning. For det første har det betydning for når kravet om konsesjon fra Finanstilsynet inntre; når man yter investeringsrådgivning på forretningsmessig basis kreves det konsesjon, jf. verdipapirhandelloven § 9-1. For det annet inntre en rekke plikter idet man er etablert som verdipapirforetak med konsesjon til å drive investeringsrådgivning, herunder kravet om at tjenesten skal ytes i samsvar med god forretningsskikk, jf. verdipapirhandelloven § 10-11.

Investeringsrådgivning er i verdipapirhandelloven § 2-4 (1) definert som en ”personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter”. Definisjonen antas å samsvare med definisjonen av investeringsrådgivning i MiFID artikkel 4 nr 1 4) og gjennomføringsdirektivet art. 52.¹⁷

Som Hveem, kan man beskrive rådgivningsprosessen i fire deler; behovsanalyse, innhenting av data, informasjon om alternative løsninger og konsekvenser av disse, avveining og anbefaling (råd).¹⁸ Kanskje er det særlig rådgivningsprosessens siste fase, altså selve rådet, man forbinder med begrepet rådgivning. For å kunne gi et kvalifisert råd må en rådgiver imidlertid også kjenne til hvilke behov og ønsker kunden har, kundens økonomiske stilling og risikovillighet. Som avhandlingen vil vise, stilles det spesifikke krav til alle disse stadier av rådgivningsprosessen.

All form for finansiell rådgivning vil ikke være omfattet av verdipapirhandellovens regler om investeringsrådgivning. Med finansiell rådgivning mener jeg her både

¹⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 51.

¹⁸ Videregående Kreditret (2008) side 143.

generelle og spesielle anbefalinger av transaksjoner knyttet til enhver form for finansielle produkter, for eksempel forsikringer, kjøp av andel i et kommandittselskap (KS) eller investeringer i finansielle instrumenter¹⁹ som blant annet derivater eller aksjer. Den konsesjonspliktige tjenesten investeringsrådgivning er en undergruppe av det videre begrep finansiell rådgivning, og omfatter altså kun rådgivning knyttet til kjøp og salg av bestemte finansielle instrumenter.

Fremstillingen videre tar utgangspunkt i lovens definisjon av investeringsrådgivning.

3.1.1 "Personlig anbefaling til en kunde"

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 2-4 (1) at det kun er "personlig anbefaling" som omfattes av den konsesjonspliktige tjenesten investeringsrådgivning i verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 5. Dette medfører at investeringsanbefalinger som ikke er rettet mot bestemte kunder vil falle utenfor. Typisk vil en generell anbefaling gjennom media som går ut på å investere i en bestemt aksje ikke omfattes. Heller ikke *markedsføring* av finansielle instrumenter vil anses som noen personlig anbefaling, da markedsføring etter sin art retter seg mot et bredt antall potensielle investorer og ikke tar "konkret utgangspunkt i bestemte investorers forhold".²⁰

Før vedtakelsen av ny verdipapirhandellov var markedsføring av finansielle instrumenter en konsesjonspliktig tjeneste. Fordi investeringsrådgivning og formidling av ordre ble gjort konsesjonspliktig ved vedtakelsen av ny verdipapirhandellov og markedsføring av finansielle instrumenter ikke er omfattet som konsesjonspliktig tjeneste etter MiFID, ble det ikke ansett som nødvendig å videreføre konsesjonsplikt for denne tjenesten.²¹

¹⁹ Se punkt 3.1.3.

²⁰ NOU 2006:3 side 27.

²¹ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) side 52.

3.1.2 "På kundens eller verdipapirforetakets initiativ"

Hvorvidt kunden selv har tatt kontakt med foretaket eller foretaket har oppsøkt kunden på eget initiativ, er ikke avgjørende for om tjenesten anses som investeringsrådgivning, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 51. I verdipapirhandelloven § 2-4 (1) heter det at anbefalingen kan være "på kundens eller verdipapirforetakets initiativ". Hvem som har tatt initiativ til rådgivningen kan ha enkelte virkninger for selve rådgivningen; Bankklagenemnda har tidligere uttalt at kunden har et særlig behov for tid til områelse hvor det er rådgivningsforetaket som har tatt kontakt med kunden.²² (Se mer om dette i punkt 6.2).

3.1.3 "Transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter"

Det er personlige anbefalinger av "transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter" som omfattes av tjenesten. Spørsmålet er her hva som regnes som en transaksjon i forbindelse med et bestemt finansielt instrument.

Transaksjoner omfatter all form for handel, altså kjøp og salg. Da det er anbefalinger *i forbindelse med* bestemte finansielle instrumenter som omfattes, er det er verdt å merke seg at også råd om å unnlate en transaksjon faller inn under definisjonen til investeringsrådgivning.

Som et finansielt instrument regnes etter verdipapirhandelloven § 2-2 (1) omstøttelige verdipapirer (aksjer, obligasjoner osv.), verdipapirfondsandeler, pengemarkedsinstrumenter (sertifikater og innskuddsbevis, men ikke betalingsmidler) og derivater (blant annet opsjoner, bytteavtaler, varederivater med mer). Andeler i blant annet kommandittselskaper (KS) og ansvarlige selskap (ANS) omfattes altså ikke.

Anbefalingen må gjelde *bestemte* finansielle instrumenter. Med et bestemt finansielt instrument menes en konkret aksje, en andel i et konkret aksjefond eller lignende. Anbefalinger av transaksjoner knyttet til finansielle instrumenter generelt, såkalte allokeringsanbefalinger, er med andre ord ikke investeringsrådgivning.

²² BKN-2007-41.

3.2 Forholdet til andre tjenester

Sjelden vil et verdipapirforetak utelukkende drive med rådgivning. Rådgivningsdelen av virksomheten kombineres som hovedregel med det man kan kalle tradisjonell megling, altså mottak og formidling eller utførelse av ordre for kunden, jf. verdipapirhandelloven § 1-2 (1) 1 og 2. Dette er også konsesjonspliktige tjenester. Herunder faller blant annet den rene ordreutførelse på vegne av kunden (såkalt ”execution only”). Fordi det er gjort et unntak fra plikten til å utføre en såkalt hensiktsmessighetstest ved ren ordreutførelse i MiFID art. 19 nr 6 og verdipapirhandelloven § 10-11 (6), kan man slutte at meglertjenestene innebærer mer enn den rene ordreutførelse. I tillegg til ordreutførelsen innebærer meglingstjenestene en viss rådgivning og informasjonsformidling.²³ Grensedragningen mellom investeringsrådgivning og disse andre tjenester kan by på problemer.

Nettopp fordi de fleste verdipapirforetak som yter de tradisjonelle meglingstjenester også har konsesjon til å drive investeringsrådgivning kan man være fristet til å tro at grensedragningen har mindre betydning i verdipapirforetakenes daglige virksomhet. Behovet for å skille mellom tjenestene har i denne forbindelse ikke med konsesjonsplikten som sådan å gjøre. Tar man i betraktning at kravene til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11 er forskjellige for tjenesten investeringsrådgivning og for meglertjenestene, ser man at det har noe for seg å trekke grensen mellom den rådgivning som skjer som ledd i megling og den som må betegnes som utøvelse av tjenesten investeringsrådgivning.

I den ene enden av skalaen har man den rene utførelse av kundeordre uten noen form for rådgivning fra verdipapirforetakets side. Eksempelet er kunden som kontakter et verdipapirforetak med en klar ordre om kjøp av et bestemt finansielt instrument, for eksempel et gitt antall aksjer i X ASA. Denne situasjon byr i utgangspunktet ikke på problemer. Her vil foretaket ikke utøve tjenesten investeringsrådgivning, men befinne seg innenfor grensene for meglingstjenestene i verdipapirhandelloven § 2-1 (1). På den

²³ Knut Bergo (2008) side 141

annen side kan man se for seg kunden som kontakter foretaket med den hensikt å gjøre en ”trygg plassering” av sine sparepenger. Foretaket gjør en vurdering av kundens økonomi og ønsker, og anbefaler deretter en investering som er passende for kunden, for eksempel kjøp av andeler i et bestemt verdipapirfond. Her vil man nok ha beveget seg over i tjenesten investeringsrådgivning. Mellom disse to tilfeller kan det finnes mindre renskårne eksempler.

I gjennomføringsdirektivet artikkel 52 heter det at et investeringsalternativ må være ”presented as suitable for that person” eller basert på ”a consideration of the circumstances of that person” for at man skal være innenfor tjenesten investeringsrådgivning. Det vesentlige synes altså å være hvorvidt man gjennom sin rådgivning har vært inne på personlige forhold ved kunden. Også en anbefaling som *utgir seg* for å være egnet for kunden (”presented as suitable”) faller inn under gjennomføringsdirektivets definisjon. En negativ avgrensning av tjenesten gjør det kanskje enklest for meglerforetakene å holde seg på ”riktig side av gjerdet”; Dersom foretaket kun formidler mer generelle betraktninger om et finansielt instruments soliditet, mulige oppside og lignende vil man i utgangspunktet *ikke* ha beveget seg over i tjenesten investeringsrådgivning. Den nærmere grensedragning må nødvendigvis skje etter en konkret vurdering.

3.3 Konsesjon

For å yte investeringstjenester som angitt i verdipapirhandelloven § 2-1 (1) på forretningsmessig basis kreves konsesjon, jf. verdipapirhandelloven § 9-1 (1). De foretak som yter investeringstjenester på forretningsmessig basis kalles verdipapirforetak, jf. verdipapirhandelloven § 2-3 (1). En rekke institusjoner har unntak fra kravet om tillatelse til å yte tjenestene, herunder forsikringsselskaper, pensjonskasser, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, en del offentlige myndigheter med flere.

At tjenesten må ytes ”på forretningsmessig basis” innebærer at enhver rådgivning som objektivt sett er investeringsrådgivning, jf. definisjonen over, ikke nødvendigvis er konsesjonspliktig. Det sentrale er hvorvidt virksomheten er egnet til å generere

inntekter for tjenesteyteren, enten gjennom direkte betaling fra kunden eller på annet vis.²⁴

Verdipapirlovgivningen stiller opp en rekke krav til organisering av verdipapirforetakene. Verdipapirhandelloven kapittel 10 og verdipapirforskriften stiller videre utfyllende krav til virksomheten som sådan. Det faller utenfor avhandlingen her å redegjøre nærmere for de krav som stilles til foretakenes virksomhet, foruten kravet til god forretningsskikk i verdipapirhandelloven § 10-11.

Ett annet krav til foretakenes virksomhet fortjener imidlertid en noe nærmere beskrivelse; etter verdipapirhandelloven § 10-10 (1) skal verdipapirforetakene iverksette nødvendige tiltak for å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kunden, og mellom kundene. Verdipapirforetakene skal innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum, jf. verdipapirhandelloven § 9-11 (1) nr.2. Dersom de tiltak foretaket iverksetter for å begrense interessekonfliktene ikke er tilstrekkelige, plikter foretaket å informere kunden om interessekonflikten før det yter investeringstjenester til kunden, jf. § 10-10 (2). Reglene om interessekonflikter har en klar parallell til kravet til god forretningsskikk som er tema for denne avhandlingen. Mens reglene om interessekonflikter primært retter seg mot plikten til å identifisere og begrense konfliktene til et minimum, vil imidlertid kravet til god forretningsskikk i forbindelse med investeringsrådgivning ha sitt vesentligste nedslagsfelt hvor interessekonfliktene faktisk har oppstått – enten de skulle ha vært forhindret etter ovennevnte regler eller ikke. Av kravet til god forretningsskikk følger at foretaket plikter å sette kundens interesser fremfor foretakets, se punkt 5.2.2.

²⁴ Michelsen (2011) note 172.

4 Forutsetning: Klassifisering av kunder

Avhandlingen gjelder rådgivning som ytes til ikke-profesjonelle. Det er derfor av betydning å fastlegge hva en ikke-profesjonell investor er.

Foretakene skal kategorisere sine kunder som ikke-profesjonelle, profesjonelle og kvalifiserte motparter, jf. verdipapirforskriften § 10-1. Som profesjonelle kunder regnes etter verdipapirforskriften § 10-2 de kvalifiserte motpartene, institusjonelle investorer som i hovedsak investerer i finansielle instrumenter samt juridiske personer som minst oppfyller to av tre følgende krav:

- i) den regnskapsmessige balansen tilsvarer minst 20 millioner euro,
- ii) nettoomsætningen tilsvarer minst 40 millioner euro, eller
- iii) egenkapitalen tilsvarer min 2 millioner euro.

Som kvalifiserte motparter regnes juridiske personer som oppfyller minst to av de tre kravene over, jf. verdipapirforskriften § 10-3 (1). Videre andre verdipapirforetak, kredittinstitusjoner, forsikringsselskap, verdipapirfond (og forvaltningsselskap for sådanne), pensjonskasser (og forvaltningsselskap), andre finansinstitusjoner, offentlige myndigheter og foretak som nevnt i verdipapirhandelloven § 9-2 (2) nr. 7 til 9, jf. verdipapirhandelloven § 10-14 (2), jf. § 10-3 (1).

Alle andre kunder enn de ovennevnte skal klassifiseres som ikke-profesjonelle. Utgangspunktet er med andre ord at kunden er ikke-profesjonell. På nærmere vilkår kan en ikke-profesjonell kunde be om å bli behandlet som en profesjonell, jf. verdipapirforskriften § 10-4. Det er verdt å merke seg at forbrukere er en snevrere gruppe enn de ikke-profesjonelle. En forbruker vil være ikke-profesjonell, men de ikke-profesjonelle vil også omfatte juridiske personer som ikke oppfyller kravene til annen klassifisering. Gjennom Terra-saken ble det for eksempel klart at kommuner ikke uten videre regnes som profesjonelle kunder.²⁵

²⁵ Finanstilsynet (2007).

En rådgiver kan anta at en profesjonell og erfaren investor har mindre behov for veiledning og informasjon enn en person med lite erfaring med investering i finansielle instrumenter. En profesjonell investor har gjerne bedre innsikt i de risiki som er knyttet til investeringene, han vet hvilke finansielle instrumenter han ønsker å investere i og er formodentlig bedre skikket til å ivareta egne interesser. Regelverket unntar derfor rådgiverforetaket fra enkelte plikter overfor profesjonelle og såkalte kvalifiserte motparter.

5 God forretningsskikk

5.1 Oversikt

Her, i avhandlingens hoveddel, skal innholdet i kravet til god forretningsskikk analyseres. Formålet er å fastlegge hvilke plikter for foretakene som kan utledes fra kravet.

Fremstillingen tar sikte på å redegjøre både for de eksplisitte krav til verdipapirforetakenes investeringsrådgivning som vi finner i verdipapirlovgivningen og som springer ut av kravet til god forretningsskikk, samt de krav som kan utledes av den rettslige standarden ”god forretningsskikk” for øvrig. Den videre fremstilling vil først redegjøre for de overordnede krav til foretakets rådgivning. Herunder drøftes plikten til å ivareta kundens interesser (punkt 5.2.2) og plikten til å ivareta markedets integritet (punkt 5.2.3). Den sentrale nyvinning med MiFID, nemlig plikten for foretaket til å utføre en såkalt egnethetstest, er skilt ut i et eget underkapittel (punkt 5.3). Egnethetstesten er avledet fra plikten til å ivareta kundens interesser, og må nødvendigvis ses i sammenheng med denne. Den er samtidig gjenstand for så vidt omfattende regulering at det er hensiktsmessig å skille drøftelsen ut i et eget underkapittel. Videre vil forhold knyttet til den informasjon som gis kunden bli drøftet under punkt 5.5.

5.2 De overordnede krav til rådgivningen

5.2.1 Generelt

Kravet om at verdipapirforetakene skal utøve sin virksomhet i overensstemmelse med god forretningsskikk finner vi i verdipapirhandelloven § 10-11 (1) og MiFID art. 19. Verdipapirhandelloven § 10-11 (1) lyder:

”Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, og ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen.”

Kravet til god forretningsskikk er utformet som en rettslig standard. En rettslig standard kjennetegnes av at de nærmere krav og handlingsnormer som gjelder på området vil utvikles og forandres over tid. Rettslige standarder viser til de normer som til enhver tid eksisterer ved siden av de skrevne lover. Som Knoph uttrykker det:

”(…) [en rettslig standard] lenker ikke avgjørelsen til bestemte og konkrete kriterier som kan konstateres i den ytre verden, sikkert og entydig. Heller ikke lar den dommeren avgjøre hvert enkelt tilfelle helt etter sitt eget hode. Den gir ham et direktiv med på veien, [sic] idet den henviser til en målestokk som skal brukes ved pådømmelsen, og som det forutsettes at dommeren kjenner og har hjelp av.”²⁶

Også etter verdipapirhandellovene av 1985 og 1997 plikter verdipapirforetak å utøve sin virksomhet i overensstemmelse med god forretningsskikk.²⁷ Den aktuelle rettspraksis på området knytter seg i stor grad til disse lovene. Forarbeidene bekrefter at praksis fra håndhevelsen av god forretningsskikk-normen fra før implementeringen av MiFID er aktuell ved fastsettelse av normens innhold etter dagens rett.²⁸ En slik slutning er

²⁶ Knoph (1939) side 2.

²⁷ Se verdipapirhandelloven (1985) § 5-2 og verdipapirhandelloven (1997) § 9-2.

²⁸ NOU 2006:3 side 81.

naturlig, all den tid rettslige standarder viser til en målestokk utenfor lovteksten. Med mindre det er grunn til å anta at denne målestokk er endret, kan man vanskelig anføre at innholdet av standarden som sådan er endret.

I verdipapirhandelloven § 10-11 og verdipapirforskriften kapittel 10 finner man en rekke mer spesifikke krav til hvordan verdipapirforetakene skal innrette sin virksomhet for at kravet til god forretningsskikk skal anses oppfylt. Disse går på enkelte områder lenger enn kravet til god forretningsskikk i det gamle lovverket, særlig med tanke på spesifikke krav til innhenting av informasjon om kunden og dokumentasjon av rådgivningsprosessen. Gjennom verdipapirlovgivningen er normen så vidt utfylt med spesifikke regler at kan man stille spørsmålet om hvor mye som er igjen av direktivet eller målestokken god forretningsskikk. Så vel i forarbeidene til verdipapirhandelloven som i MiFID fremgår det imidlertid at de omfattende regler ikke er en uttømmende regulering av normen.²⁹ Det vises i denne forbindelse til Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) hvor det på side 104 uttales:

”Generelt vil departementet bemerke at de mer presise angivelsene i direktivet og gjennomføringsreglene, ikke kan anses som en uttømmende angivelse av innholdet i den rettslige standarden ‘god forretningsskikk’.”

Det er altså rom for en rettslig standard ved siden av det detaljerte regelverket. Et utgangspunkt for vurderingen av hvilke krav som kan stilles til foretak som yter investeringsrådgivning finner vi i Rt. 2000 s. 679 (side 688):

”Generelt antar jeg at når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning”.

Innenfor normen er det imidlertid rom for ”en viss kritikkverdig atferd”, jf. Rt. 2003 s. 400. Generalklausulen i verdipapirhandelloven § 10-11 gir anvisning på at kravet om

²⁹ Se Ot.prp. nr 34 (2006-2007) side 104 og MiFID art. 19.

god forretningsskikk primært har to mål for øye: ivaretagelse av (i) kundens interesser og (ii) markedets integritet. 0

En kunde som mottar investeringsrådgivning har en berettiget forventning om at rådene han mottar er tilpasset kundens ønsker og behov.³⁰ Dette står i motsetning til blant annet de rene meglertjenester, hvor verdipapirforetaket for eksempel formidler en ordre. Disse spesielle forhold tilsier at verdipapirforetaket pålegges ekstra undersøkelses- og veiledningsplikter overfor kunden. I Rt. 2003 s. 400 kom Høyesterett til at et verdipapirforetak (Fearnley) hadde opptrådt uaktsomt i sin rådgivning fordi investeringens risikoprofil ikke samsvarte med kundens mål. I premiss 42 uttaler Høyesterett følgende:

”Skal Fearnley bebreides for uaktsom informasjon eller rådgivning, må det etter mitt syn være fordi transaksjonene ikke burde vært foretatt for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor, uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført.”

Foretaket hadde altså en plikt til å forsikre seg om at kunden forstod at transaksjonene var lite egnet til å nå kundens investeringsmål. Bankklagenemnda legger i sine vurderinger til grunn at kjernen i kravet til god forretningsskikk ved investeringsrådgivning er at den anbefalte investeringen ikke må være ”utilrådelig”, for kunden, jf. blant annet BKN-2010-164 og BKN-2009-104. Hva som ligger i dette krav vil være gjenstand for en konkret vurdering av blant annet kundens investeringsmål og økonomiske bæreevne. Etter ikrafttredelsen av dagens verdipapirhandellov er det sentrale krav til foretakets anbefaling at investeringen som sådan må være egnet for kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (4). Foretakene er på denne bakgrunn pålagt å utføre en såkalt egnethetstest. Denne drøftes nærmere i punkt 5.3. Som vi skal se der, sammenfaller Bankklagenemndas standard med kravet om at den anbefalte investering skal være egnet for kunden.

³⁰ Se Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 106.

5.2.2 Ivaretagelse av kundens interesser

5.2.2.1 Generelt

Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning skal ivareta kundens interesser ”på beste måte”, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (1). Kravet er en generell handlingsnorm som retter seg mot foretakets virksomhet. Én situasjon skiller seg imidlertid ut, nemlig der hvor foretaket og kunden har motstridende interesser. Når foretaket har en egeninteresse i at kunden foretar plasseringer innenfor bestemte finansielle instrumenter, er det en risiko for at disse interessene blir styrende for rådene.

I dette underkapittel drøftes først foretakets plikter i de situasjoner hvor det eksisterer en interessekonflikt mellom foretaket og dets kunde. Deretter skal vi se hvilke ytterligere krav man kan stille til foretakets virksomhet etter plikten til å ivareta kundens interesser ”på beste måte”.

5.2.2.2 Kundens interesser fremfor foretakets

De fleste verdipapirforetak har konsesjon til å drive flere investeringstjenester, som megling (vphl. § 2-1 (1) nr. 1 og 2) og plassering av emisjoner (nr. 6), med tilhørende inntjeningspotensial i form av provisjoner eller tegningsgebyrer. I de fleste tilfeller er også investeringsrådgivningen ”gratis”. Inntjeningen for foretakene blir derfor avhengig av om kunden gjør en investering eller ikke, og videre av hvilke finansielle instrumenter eller produkter kunden eventuelt investerer i. Det såkalte finanskriseutvalget påpeker i sin rapport at foretakenes interesse i å selge visse produkter fremfor andre, sjelden er positivt korrelert med kundens interesser.³¹ Utgangspunktet i de fleste tilfeller er med andre ord at det eksisterer en interessekonflikt mellom rådgiverforetaket og dets kunder i denne forbindelse. Situasjonen gjør at foretaket kan være fristet til å innrette sin rådgivning slik at kunden investerer sine midler der hvor foretakets inntjeningspotensial er størst.³² Foretaket har et insentiv til å anbefale produkter som generer høy inntjening for foretaket, men som ikke nødvendigvis er det beste investeringsalternativ for kunden.

³¹ NOU 2011:1 side 161.

³² Se blant annet Finanstilsynet (2008)b.

Dersom foretaket baserer sin inntjening på andel av overskudd, er det også en risiko for at det anbefaler investeringer med høyere risiko (med muligheten for dertil høyere fortjeneste) enn kundens interesser tilsier. Foretaket tar da del i sjansen for høy avkastning, men bærer ikke risikoen forbundet med investeringen.

Verdipapirhandelloven § 10-10, jf. § 9-11 stiller krav om at verdipapirforetakene skal søke å forhindre og informere kunden om mulige interessekonflikter. Fra dette kan man slutte at lovgiver legger til grunn at det ikke er mulig å eliminere interessekonflikter fullstendig. Kravet til god forretningsskikk har et vesentlig nedslagsfelt i spenningsfeltet mellom kundens interesse i å motta objektive investeringsråd og foretakets interesse i å selge investeringstjenester. Når en interessekonflikt først har oppstått (enten den skulle vært unngått eller ikke), er det foretakets plikt å ivareta kundens interesser og ikke styres av egne interesser på kundens bekostning, jf. verdipapirhandelloven § 10-11.

Den nærmere grensedragning for ivaretagelse av kundens interesser vil måtte fastlegges etter en konkret vurdering, jf. avgjørelsen i sak nr. 13/2002 i Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd. I de to store sakene om konsesjonsinndragning i 2008, hvor Finanstilsynet fratok Caveo ASA og Totalvekst ASA tillatelsene til å yte investeringstjenester, hadde verdipapirforetakene innrettet sin rådgivning slik at kundens interesser konsekvent ble tilsidesatt til fordel for foretakenes egne interesser.³³ I vedtaket om inndragelse av Caveo ASAs konsesjon skriver Finanstilsynet følgende:

”Kredittilsynet mener at foretakets rådgivere hovedsakelig har vært selgere av foretakets egne produkter og gjennomgående har solgt produkter som ikke er egnet for kunden, og som foretaket har hatt høy inntjening på.”

Selv om foretakene sjelden vil være uavhengige, er det klart at man overfor kunden må opptre som annet enn en ren selger når investeringsrådgivning ytes. I det offentlige ordskifte har skillet mellom begrepene rådgiver og selger vært gjenstand for diskusjon. Forbrukerrådet har foreslått at bruken av tittelen rådgiver skal byttes ut med ”selger”.³⁴

³³ Finanstilsynet (2008)a og b.

³⁴ Forbrukerrådet (2009).

Tanken er at en slik begrepsendring skal gjøre kunden oppmerksom på at rådgiveren i de fleste tilfeller også er en selger av finansielle produkter, og ikke forledes til å tro at han er uavhengig. Etter min oppfatning vil en slik endring ha mer tilslørende enn oppklarende virkning. Problemet er ikke primært at kundens forventninger til rådgiverens uavhengighet er feilaktige, men snarere at rådgiverne selv blander sine roller som henholdsvis rådgiver og selger. En begrepsendring vil ikke endre på dette forhold. Snarere tvert imot vil et slikt tiltak kunne virke mot sin hensikt. Ved ytelse av tjenesten investeringsrådgivning følger det eksplisitte plikter for rådgiver(-foretaket). Dersom man går over fra å tale om rådgivning til å bruke betegnelsen ”salg” vil dette kunne fungere som et påskudd for å søke å komme utenfor de strenge kravene lovverket stiller til rådgivningen. Løsningen må snarere være å tydeliggjøre foretakenes plikter ved ytelse av investeringsrådgivning, ikke å plassere rådgivningstjenesten under den vide og mer diffuse betegnelsen ”salg”.

Foretaket (eller kanskje mer praktisk: den enkelte rådgiver) plikter videre å sette kundens interesser fremfor den enkelte rådgiverens egeninteresser. I mange foretak har avlønningssystemet vært innrettet slik at kundens valg av produkter (eventuelt valg av å investere kontra ikke å investere) har vært direkte innvirkende på investeringsrådgiverens avlønning. Et slikt system åpner for åpenbare konflikter mellom rådgiver og kunde, og det er ingen tvil om at det vil være i strid med krav til god forretningsskikk om kunden anbefales produkter basert på rådgiverens inntjening, jf. plikten til å ivareta kundens interesser.

I CESRs rapport ”Inducements: Report on Good and Poor Practices” heter det at:

“(...) the remuneration of sales staff and advisors should be structured in a way which avoids creating an incentive to recommend products with the highest commissions for the firm, or the highest rewards for the sales staff or advisors.”³⁵

I et forholdsvis nytt rundskriv heter det at salgsbasert avlønning er i strid med verdipapirforetakenes plikt til å *forebygge* interessekonflikter etter

³⁵ CESR (2010) side 25.

verdipapirhandelloven § 9-11 (1) nr. 2.³⁶ Etter det nevnte rundskriv vil situasjonene hvor det er fare for at kundens interesser blir tilsidesatt til fordel for den enkelte rådgivers være færre. Eksempelet illustrer sammenhengen mellom plikten til å forebygge interessekonflikter og plikten til å sette kundens interesser fremfor foretakets egeninteresser. Der plikten til å forhindre og informere om interessekonflikter slutter, får plikten til å ivareta kundens interesser sitt vesentligste nedslagsfelt.

5.2.2.3 Kundens interesser skal ivaretas "på beste måte"

Kravet i verdipapirhandelloven § 10-11 om at foretaket ivaretar kundens interesser "på beste måte" pålegger foretaket ytterligere plikter enn å la kundens interesser gå foran foretakets egne. Spørsmålet er imidlertid hva disse ytterligere plikter innebærer.

En investeringsbeslutning er til syvende og sist kundens egen avgjørelse, basert på informasjon kunden har mottatt og råd fra verdipapirforetaket. Dersom investoren etter å ha mottatt råd fra verdipapirforetaket velger å handle i strid med de råd han mottar, vil dette være på kundens egen risiko, jf. blant annet avgjørelsen i Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd sak nr. 13/2002. Fra tilsynspraksis utledes tre mer presise normer for foretakets anbefaling³⁷:

- i) Foretaket skal anbefale det beste av sammenlignbare produkter.
- ii) Det anbefalte produkts kostnadsstruktur må ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig.
- iii) Andelen av innbetalt beløp som tilfaller verdipapirforetaket må stå i et rimelig forhold til merverdien som verdipapirforetaket tilfører.

De tre ovennevnte normene belyser sentrale sider ved rådgivningen og kundens interesser utover det klare kravet om at kundens interesser skal gå foran foretakets. Praksisen strekker seg tilbake til håndhevelsen av tidligere verdipapirlovgivning som ikke var like omfattende som dagens lovgivning. Like fullt håndheves regelverket etter

³⁶ Rundskriv 17/2010.

³⁷ Finanstilsynet (2008)a.

disse tre normene, jf. Finanstilsynets brev om tilbakekall av tillatelsene til å drive investeringstjenester for henholdsvis Totalvekst ASA og Caveo ASA.³⁸ Praksisen er stadfestet og presisert av Finansdepartementet.³⁹ I teorien har Finanstilsynet blitt kritisert for å opprettholde normen om beste produkt (norm i) og normen om rimelig pris (norm iii) fordi regelen om god forretningsskikk i MiFID krever fullharmonisering og ikke eksplisitt oppstiller noen slike plikter.⁴⁰ Det er derfor legitimt å spørre hvorvidt disse normene har relevans etter dagens regelverk.

I forarbeidene til verdipapirhandelloven heter det at tidligere praksis kan videreføres så langt dette ikke er i strid med EØS-forpliktelsene.⁴¹ Denne presiseringen sier imidlertid ikke så mye annet enn det som vil følge av den ordinære rettskildelære og presumsjonsprinsippet. Større betydning har det at de spesifikke utfyllende krav til god forretningsskikk i MiFID ikke er ment å gi en uttømmende definisjon av kravet til god forretningsskikk. I MiFID artikkel 19 nr. 1 heter det at verdipapirforetakene ”in particular” skal følge de utfyllende kravene, og forarbeidene forutsetter at kravet til god forretningsskikk fremdeles er en rettslig standard.⁴² Med mindre det er holdepunkter for annet kan det vanskelig hevdes at innholdet i denne standarden – som viser til normer utenfor lovteksten – har endret seg etter at verdipapirhandelloven 2007 trådte i kraft. Det er derfor god grunn til å vektlegge Finanstilsynet og Finansdepartementets praksis (jf. de tre normene nevnt over) ved fastleggelse av det nærmere innhold av den rettslige standarden god forretningsskikk. Den videre drøftelse tar utgangspunkt i de tre ovennevnte normer utledet fra tilsynspraksis.

5.2.2.3.a ”Beste tilgjengelige produkt”

³⁸ Finanstilsynet (2008)a og Finanstilsynet (2008)b.

³⁹ Finansdepartementet (2009)a og b.

⁴⁰ Tyrhaug og Mydske (2008) side 171 flg.

⁴¹ NOU 2006:3 side 81.

⁴² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 104.

Som nevnt i punkt 5.2.2.3 over, tilsier kundens interesser etter Finanstilsynets praksis at kunden skal anbefales det beste av tilgjengelige sammenlignbare produkter.⁴³ I Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer § 3-2 heter det at kunden skal gis ”den formodet beste rådgivning”.

Dersom man tar for gitt at det finnes ett produkt som ut fra objektive kriterier er ”best” for kunden, vil man ut fra en slik standard kunne slutte at foretaket plikter å anbefale dette produkt. Et slikt krav er imidlertid langt fra uproblematisk. Foretaket vil måtte ha fullstendig oversikt over alle tilgjengelige produkter på markedet. En slik plikt vil medføre en stor og fordyrende arbeidsmengde for verdipapirforetakene, hvilket neppe er i kundens interesse. Også kunden har jo en interesse i at kostnadene holdes lave.

I Finansdepartementets avslag på klage om inndragelse av Totalvekst ASAs konsesjon, presiseres innholdet av ”beste produkt”-normen.⁴⁴ Departementet tar utgangspunkt i plikten til å anbefale egnede produkter (se punkt 5.3) og kravet om at verdipapirforetaket skal ivareta kundens interesser på beste måte. Ifølge departementet kan man fra disse kravene slutte at foretaket må ha ”tilstrekkelig kunnskap om tilgjengelige produkter til å kunne foreta sammenligninger hva angår risiko, kostnader, forventet avkastning, likviditet mv., slik at foretaket har en kvalifisert oppfatning av hva som tilbys på markedet og dermed kan sikre kundens interesser på beste måte ved å tilby ett eller flere egnede produkter for kunden.” Aktuelle produkter skal altså ikke vurderes i et vakuum, uavhengig av hva som er tilgjengelig i markedet for øvrig. Videre påpekes det at det er ”rom for skjønn hos verdipapirforetaket (...)”. Det kan for eksempel ikke kreves at foretaket orienterer seg om samtlige tilgjengelige produkter på markedet. Finansdepartementet gjør så en vesentlig presisering av normen:

”Etter Finansdepartementets vurdering kan det derfor ikke utledes en plikt for verdipapirforetak til å tilby det beste av alle sammenlignbare produkter, i den forstand at foretaket må finne frem til det objektivt sett beste produktet som er å oppdrive i forhold til kundens interesser.”

⁴³ Finanstilsynet (2008)a.

⁴⁴ Finansdepartementet (2009)b.

Departementet avslutter med å understreke at det vesentlige er at ”foretaket finner et produkt tilpasset kundens interesser, eventuelt avstår fra å anbefale investeringen”. Foretaket har med andre ord ingen plikt til å anbefale produkter som foretaket ikke selv tilbyr.

Mydske og Tyrhaug har hevdet at Finanstilsynets bruk av en ”beste produkt”-standard ikke kan opprettholdes fordi en slik standard innfører et ytterligere krav til foretakenes anbefalinger, utover egnethetskriteriet.⁴⁵ Kritikken er fremsatt før Finansdepartementets avgjørelser i Caveo ASA- og Totalvekst ASA-sakene. Finansdepartementets presiseringer av tilsynspraksisen imøtegår etter min oppfatning kritikken. Hvorvidt det i det hele tatt er dekkende å tale om en faktisk plikt til å tilby det ”beste tilgjengelige produkt” kan imidlertid på denne bakgrunn diskuteres. De vesentlige forbehold som departementet tar samsvarer dårlig med den forholdsvis kompromissløse overordnede utforming som normen er gitt. Innholdet av normen fremstår mer som en presisering av egnethetskravet. Etter min oppfatning kan normen etter dette tillegges begrenset selvstendig verdi. Det er kanskje som Hveem anfører, mer treffende å si at valget av anbefalt produkt skal være ”fullt forsvarlig”.⁴⁶

5.2.2.3.b Kostnadsstrukturen må ikke vesentlig redusere avkastningspotensialet

Selv om foretakene sjelden tar direkte betalt for rådgivningstjenesten, vil kunden bli belastet ulike kostnader knyttet til de investeringer han velger å gjennomføre. Summen av kostnadene som direkte eller indirekte belastes kunden, for eksempel tegningsgebyrer og kurtasje til verdipapirforetaket, reduserer forventet nettofortjeneste ved investeringen. Kravet til ivaretagelse av kundens interesser tilsier at kostnadene knyttet til de anbefalte transaksjoner ikke i vesentlig grad kan redusere

⁴⁵ Tyrhaug og Mydske (2008) side 171 flg.

⁴⁶ Videregående Kreditret (2008) side 167.

avkastningspotensialet.⁴⁷ Dette krav faller etter Finanstilsynets praksis inn under plikten til å ivareta kundens interesser ”på beste måte”.

Produkter med en kostnadsstruktur som vesentlig reduserer avkastningspotensialet, vil sjelden være egnet til å nå kundens investeringsmål. Normen kan derfor virke noe selvsagt. Som Finansdepartementet påpeker i sitt vedtak i Totalvekst-saken, er ikke normen noe mer enn en presisering av ”beste produkt”-normen og egnethetskravet.⁴⁸ Det sentrale er at alle kostnader forbundet med investeringen skal medregnes når man vurderer et produkts egnethet, også de som anses som betaling for rådgivningen. I Totalvekst-saken finner man to eksempler på at kostnadsstrukturen vesentlig reduserte avkastningspotensialet. I det ene tilfellet tilkom det tegningskostnader på kr 10 000 ved en investering på kr 200 000 (5 prosent). I tillegg tok foretaket kr 13 000 i provisjon. I det andre eksempelet gikk 30 prosent av det innbetalte beløp til tilrettelegger og distributør. I begge disse tilfellene ble kostnadene ansett for å redusere avkastningspotensialet vesentlig, i strid med den ovennevnte norm.

Kostnadsstrukturen kan ikke vurderes isolert, men må måles opp mot kostnadene knyttet til andre tilgjengelige og sammenlignbare produkter som objektivt sett er egnet for kunden. Høye kostnader knyttet til investeringen må langt på vei måtte aksepteres hvor disse ikke skiller seg vesentlig ut fra sammenlignbare produkters kostnadsstruktur. På den annen side er det klart at det kan tenkes enkelte produktgrupper med så høye kostnader at de generelt ikke vil være å anbefale. Det vises til drøftelsene vedrørende egnethet og beste tilgjengelige produkt. Finanstilsynet har i et rundskriv uttalt at strukturerte produkter har en *kostnadsstruktur* som ofte gjør dem lite egnet til å nå kundens investeringsmål, se punkt 5.3.2.⁴⁹ Sammensatte produkter er produkter som er sammensatt av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel. Innskuddsdelen, som er den største, forrenter seg til et beløp tilsvarende det opprinnelige investeringsbeløp som kunden etter avtalen med banken skal få tilbakebetalt etter et

⁴⁷ Finansdepartementet (2009)b.

⁴⁸ Finansdepartementet (2009)b.

⁴⁹ Rundskriv 4/2008.

visst antall år. Dette er grunnen til at produktene også har blitt omtalt som ”garanterte spareprodukter”. Produktenes sammensetning gjør at kostnadene gjerne blir høye, målt i forhold til det beløp som faktisk investeres i derivater. Man kan kanskje si at kunden har handlet derivater på en forholdsvis avansert og dyr måte. På den annen side har han fått tilgang på derivater som han ellers gjerne ikke ville kunnet handle i.⁵⁰ Ofte har produktene vært fullt lånefinansiert. Noe forenklet kan man si at en kunde som lånefinansierer kjøp av et sammensatt produkt, i praksis låner penger av banken for så å plassere det vesentligste av lånebeløpet på en innskuddskonto (eller i obligasjoner). Det følger av Finanstilsynets rundskriv at det særlig er hvor de sammensatte produktene er lånefinansiert at kostnadsstrukturen står i veien for kundens investeringsmål.⁵¹ I en fersk lagmannsrettsdom konkluderer imidlertid retten med at kundens kostnader ved en lånefinansiert investering i et sammensatt produkt ikke var for høye.⁵² Dommen illustrerer at man må være forsiktig med å generalisere rundt produktgrupper.

5.2.2.3.c Krav til foretakets marginer?

Det kan være på sin plass å spørre om verdipapirforetakene kan ta den prisen de vil for sine tjenester, såfremt prisen er opplyst for kunden, eller om det ut fra kravet om at foretaket skal ivareta kundens interesser på beste måte kan utledes noen begrensninger i foretakets marginer. Problemstillingen skiller seg fra normen over om produktets kostnadsstruktur. Her vurderes den andel av investeringsbeløpet som tilfaller foretaket, ikke de totale kostnader ved investeringen.

Verdipapirlovgivningen inneholder ikke regler om prissettingen av verdipapirforetakenes tjenester generelt. Foretakene er imidlertid pålagt en detaljert informasjonsplikt om prisen for sine tjenester, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 annet ledd nr. 4 og verdipapirforskriften § 10-15.

⁵⁰ Heøgh-Krohn (2007) og LB-2010-47352.

⁵¹ Rundskriv 4/2008.

⁵² LB-2010-47352.

Etter Finanstilsynets praksis tilser kravet til god forretningsskikk at det skal være ”rimelig forhold” mellom merverdien som verdipapirforetaket tilfører og den andel av det innbetalte beløp (netto investeringsbeløp) som tilfaller foretaket.⁵³ Fordi formålet med investeringsrådgivningen nettopp er å generere avkastning av investeringsbeløpet, vil det være naturlig å måle marginene opp mot den merverdi som foretaket tilfører det investerte beløp. En uforholdsmessig høy pris vil etter dette krav være å anse i strid med kravet til god forretningsskikk.

Det er grunn til å stille spørsmål ved denne normen i lys av kravet til informasjonen kunden skal motta. Verdipapirforetaket skal gi informasjon om blant annet omkostninger og gebyrer, slik at kunden kan ”forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten” og blir ”i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning”, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (2) og avhandlingens punkt 5.5 under. Dersom foretakets marginer er så godt kommunisert til kunden at han er i stand til å forstå risikoen ved transaksjonen og fatte en informert investeringsbeslutning, kan det virke spesielt at kravet til god forretningsskikk anses brutt fordi foretakets marginer er for høye. Kunden har tross alt akseptert kostnadene på et velfundert og informert grunnlag. Finansdepartementet skriver i sin avgjørelse i Caveo-saken at ”[d]er tjenesten, og prisen på denne, er av en slik karakter at kunden vanskelig kan sammenligne pris på tjenester mellom ulike tjenesteytere, vil plikten til å opplyse om pris og omkostninger etter departementets vurdering ikke alene nødvendigvis dekke kundens beskyttelsesbehov.”⁵⁴ Det er altså i de tilfeller hvor kunden vanskelig selv kan gjøre seg opp en mening av prisnivået, *til tross for* informasjon fra foretaket, at man kan stille et krav til foretakets marginer. Finansdepartementet påpeker videre at det først og fremst er hvor prisen på tjenesten beregnes som provisjoner eller andel av investert beløp at det er vanskelig for kunden å sammenligne priser. Det er med andre ord her en slik norm vil få sitt nedslagsfelt.

På generelt grunnlag kan man etter dette slutte at jo enklere det er for kunden å forstå og sette seg inn i prisnivået på tjenesten, desto høyere vil terskelen være for å hevde at

⁵³ Finanstilsynet (2008)b.

⁵⁴ Finansdepartementet (2009)a.

foretakets marginer er urimelig høye. Finansdepartementet ser i vedtakene i Caveo- og Totalvekst-sakene ut til å mene at investeringsrådgivning er en tjeneste hvor det generelt er vanskelig for kunden å ha en kvalifisert formening om foretakets marginer. Det kan imidlertid ikke utelukkes at en kunde faktisk har oversikt over prisnivået i markedet, og til tross for dette velger et foretak som tar en uforholdsmessig høy pris. Kravet om rimelig forhold mellom investert beløp og foretakets marginer kan ikke gjøres gjeldende her. At en kunde som har tilstrekkelig oversikt over prisnivået i markedet velger å benytte seg av et foretak som tar uforholdsmessig høy pris for sine tjenester har imidlertid formodningen mot seg. Dette vil således kunne være et moment som i en bevisvurdering taler mot at kunden rent faktisk var tilstrekkelig informert.

Man kan stille spørsmålet om hvordan den ovennevnte norm forholder seg til andre rimelighetsregler. Det er her særlig avtaleloven § 36 og pristiltaksloven § 2 som er aktuelle. Etter avtaleloven § 36 kan en avtale helt eller delvis settes til side dersom det er urimelig å gjøre den gjeldende. Pristiltaksloven § 2 nedlegger et forbud mot å ta ”priser som er urimelige”. Når det gjelder pris vil rimelighetsnormen etter de to regler ofte ha samme nedslagsfelt.⁵⁵ Spørsmålet er om rimelighetsvurderingen er den samme i den vurdering av pris som tilsynspraksisen legger opp til. Forholdet til disse normene er så vidt meg bekjent ikke vurdert verken i teori eller praksis, hvilket illustrerer at problemstillingen neppe er spesielt praktisk. En interessant observasjon er at Finansdepartementet i sitt vedtak i Totalvekst-saken uttaler at prisnormen bare gjelder hvor kunden ”vanskelig kan sammenligne pris på tjenester mellom ulike tjenesteytere”.⁵⁶ Forbudet mot urimelig pris i pristiltaksloven er på sin side objektivt. Dette kan tale for at normen om rimelig forhold mellom foretakets marginer og den merverdi det tilfører er strengere enn rimelighetsvurderingen etter pristiltaksloven og avtaleloven. Det er imidlertid sparsomt med praksis vedrørende den konkrete anvendelsen av Finanstilsynets norm. På denne bakgrunn er det vanskelig å si noe bestemt om hvor terskelen for urimelighet ligger.

⁵⁵ Hov (2002) side 281.

⁵⁶ Finansdepartementet (2009)b.

5.2.3 Ivaretagelse av markedets integritet

En av verdipapirmarkedets kjerneoppgaver er å formidle kreditt og egenkapital, for å sørge for en mest mulig effektiv ressursutnyttelse i samfunnet.⁵⁷ For at dette markedet skal kunne fungere optimalt, er det viktig at (potensielle) investorer har tillit til markedet. Ivaretagelse av markedets integritet er derfor et viktig formål i verdipapirretten.

Etter verdipapirhandelloven § 10-11 (1) skal verdipapirforetakene opptre i samsvar med kravene til god forretningsskikk, og derunder ”påse at kundenes interesser og *markedets integritet* ivaretas på beste måte” (min kursivering).

Det er klart at tilfeller hvor verdipapirforetakene tilsidesetter egne kunders interesser er egnet til å skade tilliten til markedet. Disse tilfeller er imidlertid fanget opp av kravet om at kundens interesser ivaretas. Henvisningen til ivaretagelse av markedets integritet sikter til tilfeller hvor kundens interesser ikke nødvendigvis er direkte skadelidende, men hvor foretakets handlinger skader tilliten til markedet.⁵⁸ I forbindelse med tjenesten *investeringsrådgivning* er det vanskelig å se for seg konkrete eksempler hvor kravet vil ha selvstendig betydning.

Det kan tenkes noen tilfeller hvor foretaket ivaretar kundens interesser, men ikke markedets integritet. I disse tilfeller vil man imidlertid også finne klare brudd på andre regler. Et foretak kan for eksempel tenkes å basere sine råd på innsideinformasjon. Dette vil ikke nødvendigvis skade kundens interesser. Snarere tvert imot vil foretaket på denne måten kunne generere en meravkastning for kunden. At et foretak benytter innsideinformasjon som grunnlag for sine investeringsråd vil på den annen side kunne skade tilliten til markedets integritet. Atferden vil imidlertid utgjøre brudd på verdipapirlovgivningens regler om bruk av innsideinformasjon, og gjør problemstillingen knyttet til god forretningsskikk (ved investeringsrådgivningen) mindre fremtredende. Hensynet til markedets integritet ved yting av

⁵⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 11.

⁵⁸ Michaelsen (2011) note 267.

investeringsrådgivning kan på denne bakgrunn sies å ha marginal selvstendig betydning. Man må imidlertid huske at kravet til god forretningsskikk er et generelt krav til verdipapirforetakenes virksomhet. Hensynet til markedets integritet kan ha større selvstendig betydning ved andre sider av foretakenes virksomhet.

5.3 Egnethetstesting av investeringer

Verdipapirforetakene er, som en forlengelse av plikten til å ivareta kundens interesser, pålagt å anbefale investeringer som er *egnet* for kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (4) forutsetningsvis.

Etter verdipapirhandelloven § 10-11 (4), jf. verdipapirforskriften § 10-16 (1), plikter foretaket å utføre en såkalt egnethetstest før det gir råd om investeringer til kunden. Egnethetstesten er, foruten innføringen av konsesjonsplikt, den vesentlige nyvinning ved ytelse av investeringsrådgivning etter implementeringen av MiFID. Den kan imidlertid ikke ses isolert fra det overordnede krav om å ivareta kundens interesser på beste måte, jf. drøftelsen over.

I dette kapittel analyseres først hvilke krav som stilles til den første del av egnethetstesten, nemlig innhenting av informasjon av kunden. Denne informasjonen skal danne grunnlaget for å måle den aktuelle investering opp mot kundens ønsker og behov. Deretter blir spørsmål knyttet til investeringens egnethet som sådan drøftet.

5.3.1 Innhenting av informasjon om kunden

Foretaket er pålagt å innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring med det aktuelle investeringsområde, hans økonomi og investeringsmål, jf.

verdipapirhandelloven § 10-11 (4). Kravet om informasjonen som skal innhentes er presisert i forskriften §§ 10-16 og 10-18. Informasjonen om kunden er en forutsetning for å vurdere de aktuelle investeringers egnethet etter verdipapirforskriften § 10-16 (se nedenfor under punkt 5.3.2).

For å være i stand til å anbefale transaksjoner som er egnede for kunden, er det av vesentlig betydning for foretaket å ha kunnskap om kundens økonomi. Den enkelte kundes privatøkonomi er fundamentet for å være i en posisjon hvor det er tilrådelig å foreta investeringer. En kunde med sikker inntekt og stor, likvid formue kan stort sett påta seg større risiko enn en student med studielån og uten opparbeidet kapital. Foretaket skal på denne bakgrunn blant annet innhente opplysninger om kundens inntekter, likvide aktiva, hans allerede foretatte investeringer, fast eiendom og økonomiske forpliktelser, jf. verdipapirforskriften § 10-16 (2).

En kunde som har erfaring med investeringer i verdipapirmarkedet har presumptivt lettere for å forstå strukturen i og risikoen knyttet til en investering enn en person som aldri tidligere har foretatt slike transaksjoner. Foretaket må forsikre seg om at kunden er i stand til å forstå de investeringer han foretar og risikoen knyttet til disse (se punkt 5.3.2). Derfor er det av betydning for foretaket å ha kjennskap til kundens kunnskapsnivå om investeringer generelt, og det aktuelle investeringsområde spesielt. Foretaket skal innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (4). Herunder skal det etter verdipapirforskriften § 10-18 (1) innhente informasjon om (a) typen transaksjoner kunden har erfaring fra, (b) art, hyppighet og tidsrom for transaksjonene og (c) kundens utdanning og arbeidserfaring. Informasjonen skal sette foretaket i stand til å vurdere om kunden kan forstå investeringens struktur og risiko. Den innhentede informasjon får betydning både for foretakets vurdering av det enkelte produkts egnethet (jf. punkt 5.3.2) og for den informasjon og veiledning foretaket må gi kunden (se punkt 5.5).

Investeringsstrategien for en kunde som ønsker en stabil avkastning litt over bankrenten vil nødvendigvis være en annen enn strategien for en kunde som ønsker høy avkastning på kort tid. Det tredje avgjørende forhold ved kunden som foretaket må innhente informasjon om, er derfor kundens mål for investeringen, jf. vphl § 10-11(4). Vesentlige forhold som foretaket herunder må ha kjennskap til, er kundens vilje til å påta seg risiko, kundens investeringshorisont og ønsket risikoprofil, jf. forskriften § 10-16 (3).

Lovverket stiller altså ganske vidtgående krav til hvilken informasjon foretaket må innhente for at det skal kunne være i stand til å vurdere egnetheten av en transaksjon på en tilfredsstillende måte. Informasjonen skal analyseres av foretaket og sette det i stand til å anbefale transaksjoner som egner seg for kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (4) siste punktum.

I Finanstilsynets vedtak om inndragning av Agilis Group AS' tillatelser til å yte investeringstjenester får Agilis Group kritikk for utformingen av egnethetstesten.⁵⁹ Foretaket har angivelig tilpasset egnethetstesten etter de tjenester og produkter som foretaket selv tilbyr, og unnlatt å innhente informasjon om kundens risikovillighet og målsetting. I et skjema kalt "Vurdering av egnethet for ikke-profesjonell kunde" er det i stedet inntatt informasjon til kunden om risikoen og målsettingen ved de produkter foretaket tilbyr.

Tanken fra foretakets side må så vidt jeg kan forstå være at en kunde som først gjøres forstått med produktspekterets risiko og investeringsmål, for deretter å gjøre anbefalte investeringer, implisitt gir uttrykk for at foretakets mål og risikoprofil er sammenfallende med kundens ønsker. Det kan således hevdes at foretaket sitter på den relevante informasjon om kunden.

Etter Finanstilsynets oppfatning oppfyller Agilis Groups utforming av egnethetstesten ikke lovens krav fordi den ikke utgjør en objektiv kartlegging av kundens profil. Den tar ikke høyde for den situasjon at ingen av foretakets produkter er egnet for kunden. Vedtaket om inndragelse av foretakets konsesjon vil ifølge Agilis Group bli påanket.⁶⁰ Det blir interessant å se Finansdepartementets avgjørelse i saken fordi det her kan komme viktige generelle bemerkninger rundt utformingen av egnethetstesten.

Man kan stille spørsmålet om hvor langt foretakets aktivitetsplikt strekker seg for at det skal innhente korrekte opplysninger. Hovedregelen er at foretaket kan legge den informasjon kunden selv oppgir til grunn for egnethetstesten, jf. verdipapirforskriften § 10-18 (3). Herunder må det både være akseptert og hensiktsmessig at innhenting av

⁵⁹ Finanstilsynet (2011)c.

⁶⁰ Dagens Næringsliv (2011)b.

informasjonen skjer på standardisert vis, gjennom skjemaer som kunden selv fyller ut. Det er gjort unntak fra hovedregelen hvor foretaket vet eller burde vite at opplysningene som kunden oppgir er misvisende, for eksempel fordi de er åpenbart utdaterte, unøyaktige eller ufullstendige. Her må foretaket skaffe til veie de nødvendige opplysninger på annen måte, eller la være å yte investeringsrådgivningen, jf. forskriften § 10-16 (4).

Kravet om innhenting av informasjonen er absolutt, og er en forutsetning for at foretaket skal kunne være i stand til å gjøre anbefalinger om egnede produkter. Dersom de nødvendige opplysninger ikke kan innhentes, skal ikke foretaket yte rådgivning til kunden, jf. forskriften § 10-16 (4). Det kan tenkes at kunden selv ikke ønsker å oppgi enkelte av de opplysninger som foretaket trenger for å foreta egnethetstesten. Også da må foretaket la være å yte rådgivning. Foretaket kan imidlertid yte *andre* investeringstjenester til kunden (forutsatt at de har tillatelse til dette), så som meglingstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 1 og 2.

Informasjonen skal innhentes før verdipapirforetaket yter investeringsrådgivning, jf. forutsetningsvis verdipapirforskriften § 10-16 (4). Herunder kunne man kanskje utledet en plikt til å innhente informasjon om samme kunde for hver gang foretaket yter rådgivning. Et slikt krav er omfattende, og vil neppe være hensiktsmessig i mange tilfeller hvor foretaket yter fortløpende rådgivning til kunden. En del av opplysningene vil også av sin art være mer eller mindre statiske, for eksempel kundens investeringshistorie. Mye for å akseptere at foretaket legger til grunn allerede innhentet informasjon om kunden, såfremt dette er forsvarlig. Hensynet til kundens interesser vil være styrende for hva som kan anses som forsvarlig, jf. det overordnede formål bak regelverket. I verdipapirforskriften § 10-18 (3) heter det at foretaket kan legge til grunn innhentede kundeopplysninger med mindre det vet eller burde vite at opplysningene er ”åpenbart foreldede”.

De detaljerte regler til innhenting av informasjon er en nyvinning i forbindelse med implementeringen av MiFID i norsk rett. Betydningen av dagens krav om innhenting av informasjon illustreres på en treffende måte i lagmannsrettsdommen inntatt i RG 2008 s. 1362. Dommen er avsagt etter gjeldende rett *før* implementering av MiFID og kravet

om egnethetstest. En kvinne som hadde vunnet ca. 3,8 millioner kroner i lotto ble anbefalt banken å investere rundt halvparten av beløpet i livrenter og aksjefond. På grunn av likviditetsproblemer som følge av gjeld som kunden også var skyldig på rådgivningstidpunktet, innløste hun livrente- og fondsplasseringene. Kunden ble i denne forbindelse påført et tap. Ifølge retten kunne det ”ikke kreves at rådgiverne uttrykkelig spør kunden om størrelsen på gjelden med mindre kunden selv signaliserer at vedkommende har en rekke ubetalte gjeldsposter”. Etter verdipapirforskriften § 10-16 (2) skal verdipapirforetaket nå innhente informasjon om kundens ”normale finansielle forpliktelser”. Ordlyden taler for at verdiapirforetakene etter denne regel har en mer objektiv plikt til å innhente informasjon om omfanget av kundens finansielle forpliktelser, og at kravet til innhenting av informasjon således er blitt strengere. Også her må imidlertid kundens egne opplysninger kunne legges til grunn.

5.3.2 Hva er en egnet transaksjon?

Verdipapirforetakets kunnskap om kundens forhold og verdipapirmarkedet skal sette det i stand til å anbefale investeringer som er *egnet* for kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (4) siste punktum. Spørsmålet er her hva som er en egnet transaksjon.

Det vil alltid være risiko forbundet med investeringer, og denne risiko er det i utgangspunktet kunden som må bære, jf. BKN-2010-168. En risikofylt transaksjon som ender i tap, vil ikke nødvendigvis ha vært uegnet. Kunden må både være forberedt på og økonomisk i stand til å tåle reduksjon i den investerte kapital. Investeringsrådgiverens oppgave vil være å anbefale de investeringer som passer for kunden.

Etter verdipapirforskriften § 10-16 (1) skal foretaket for det første påse at de transaksjoner som anbefales samsvarer med kundens egne mål for investeringen. Foretaket må for det annet påse at kunden økonomisk sett er i stand til å håndtere investeringens risiko. Det siste krav til den anbefalte investering knytter seg til kundens kunnskapsnivå. Foretaket må påse at kunden har tilstrekkelig erfaring og kunnskap til å *forstå* risikoen, uavhengig av hvor stor denne måtte være. Disse tre krav til

investeringen er kumulative vilkår som alle må være oppfylt for at investeringen kan anses som ”egnet”.

Egnethetstesten er mer omfattende for ikke-profesjonelle investorer enn for kvalifiserte motparter/profesjonelle. Foretaket kan ved rådgivning til profesjonelle og kvalifiserte motparter legge til grunn at kunden har nødvendig kunnskap og erfaring til å forstå risikoen og er i stand til å håndtere den, jf. § 10-7 (2).

En investering kan tenkes både å være i samsvar med kundens investeringsmål og innrettet slik at kunden er i stand til å takle risikoen. Dersom kunden til tross for dette ikke har erfaring og kunnskap nok til å *forstå* risikoen følger det av verdipapirforskriften § 10-16 (1) at investeringen likevel vil måtte anses som uegnet for ham. Videre vil en kunde på grunn av høy verdi på bolig eller fritidsbolig kunne ha *økonomisk bæreevne* til å foreta risikofylte investeringer som potensielt medfører tap. Få vil imidlertid være *villige* til å påta seg en risiko som medfører at man kan komme til å måtte selge egen bolig, og investeringer som medfører slik risiko kan derfor vanskelig sies å være egnet for kunden.⁶¹ For enkelte kunder kan altså et objektivt vurdert mindre godt produkt være egnet fordi det for eksempel ikke finnes andre produkter som samsvarer med kundens risikovillighet. Det kan også tenkes at ingen av de produktene som foretaket tilbyr er egnet for kunden.⁶²

Kundens forutsetninger for å forstå risikoen knyttet til ulike investeringer vil være avhengig av hans erfaring og øvrige kunnskap til markedet. Verdipapirforetakene må kunne forvente at en kunde med en viss erfaring fra verdipapirmarkedet har bedre forutsetninger for å forstå risikoen enn en person som aldri har foretatt investeringer i finansielle instrumenter tidligere, jf. avgjørelsen i LF-2010-16348.

Det følger av det ovennevnte at innhenting av informasjonen nevnt i punkt 5.3.1 er en forutsetning for å måle den aktuelle transaksjon opp mot disse tre krav. Dersom foretaket for eksempel ikke har innhentet informasjon om kundens boliglån og inntekt,

⁶¹ Finanstilsynet (2010)b.

⁶² Finanstilsynet (2011)c.

vil det følgelig ikke være i stand til å vurdere om den aktuelle transaksjon innebærer en større risiko enn kunden finansielt er i stand til å håndtere.⁶³ Sammenhengen mellom innhenting av opplysninger om kunden og måling av investeringsalternativer mot disse blir tydelig i Finanstilsynets brev til Totalvekst ASA datert 24. juni 2008.⁶⁴ Tilsynet trekker frem flere eksempler på rådgivning utført av Totalvekst ASA, og konkluderer for ett av tilfellene med at de anbefalte produktene hadde:

”(...) en kostnadsstruktur og en kompleksitet som gjør dem *lite egnet* for kunden sett ut ifra *kundens investeringsmål*, samt hans *erfaring og kunnskap fra verdipapirmarkedet*. ” (Mine kursiveringer).

Et produkt som ikke samsvarer med kundens egne mål for investeringen, vil være uegnet for kunden i lovens forstand, og det vil være et brudd på reglene om god forretningsskikk å anbefale det til kunden.

Bankklagenemnda måler i sin praksis investeringsanbefalingen opp mot spørsmålet om anbefalingen var ”utilrådelig” for kunden, og gjør tilsynelatende ikke bruk av begrepet ”egnet”. Man kan stille spørsmålet om hvordan de to begreper forholder seg til hverandre.

I BKN-2010-47 ble en kunde, som var 50 % uføretrygdet, arbeidet 50 % som avløser og ikke eide egen bolig, anbefalt å delvis lånefinansiere en investering på NOK 500 000,-. Bankklagenemnda uttalte at kunden hadde ”liten inntektsevne og mulighet til å øke sin inntjening dersom det skulle oppstå behov for dette”. Videre het det at investeringer som sådan innebærer risiko, og at denne nødvendigvis økte da investeringen ble lånefinansiert. Bankklagenemnda konkluderte på bakgrunn av det ovennevnte med at investeringen ”må anses utilrådelig for [kunden]”. Her er det imidlertid forholdsvis klart at investeringen ikke oppfylte kravet om at kunden skal være finansielt i stand til å håndtere risikoen, jf. verdipapirforskriften § 10-16 (1) b. Anbefalingen må derfor også kunne sies å ha vært uegnet for kunden.

⁶³ Finanstilsynet (2010)b.

⁶⁴ Finanstilsynet (2008)a.

I BKN-2009-104 var kunden en 80 år gammel hjertepasient som var blitt anbefalt investeringer med langsiktig tidshorison. Bannklagenemnda fant at ”innklagedes investeringsrådgivning ledet klager inn i en utilrådelig plassering ettersom investeringen ikke var i samsvar med hans korte investeringshorison”. En investering i strid med en kundens korte investeringshorison må imidlertid også kunne sies å være uegnet for kunden, da den vanskelig kan sies å være i overensstemmelse med kundens investeringsmål, jf. verdipapirforskriften § 10-16 (1) a.

Som eksemplene viser vil en såkalt utilrådelig plassering ofte kunne sies å være uegnet for kunden i verdipapirlovgivningens forstand. I kriteriet ”utilrådelig investering” har man ifølge Hveem tidligere lagt til grunn en vurdering av hvorvidt investeringen objektivt sett var fornuftig, og lagt mindre vekt på hvordan investeringen samsvarer med kundens risikovillighet.⁶⁵ I BKN-2010-140 gjør imidlertid Bannklagenemnda en eksplitt henvisning til verdipapirlovgivningens krav. Etter dette er det liten tvil om at innholdet av Bankklagenemndas begrep ”utilrådelig” i praksis samsvarer med lovens egnethetskriterium.

Lovgivningen legger opp til en konkret vurdering av hver enkelt investor. Det må likevel kunne aksepteres at foretakene til en viss grad gjør hensiktsmessige forhåndsklassifiseringer i forhold til enkelte kundegrupper. Dette vil langt på vei være i kundens interesse. Mye av fokuset på rådgivningsvirksomheten de siste to årene har ligget på de såkalte sammensatte produktene.⁶⁶ Det er et slikt produkt som er gjenstand for Røeggen-saken som fremdeles verserer i rettsystemet. (Saken skal opp i lagmannsretten i august 2011.)⁶⁷ Finanstilsynets gjennomgang av sammensatte produkter hos 15 banker i 2007 viste at de fleste av de sammensatte produktene ikke hadde generert noen meravkastning sammenlignet med en risikofri plassering.⁶⁸ Også

⁶⁵ Videregående Kreditret (2008) side 174

⁶⁶ Se mer om strukturerte produkter i punkt 5.2.2.3.b.

⁶⁷ NTB (2010).

⁶⁸ Rundskriv 4/2008.

andre gjennomganger av sammensatte produkter konkluderer med at det er vanskelig å tjene penger på disse produktene.⁶⁹ Hensikten her er ikke å gå inn i en analyse av risikoen knyttet til bestemte produkter eller finansielle instrumenter. Med tanke på at de sammensatte produkter har blitt viet mye oppmerksomhet den siste tiden, tjener imidlertid produktene som et interessant eksempel i forbindelse med egnethetstesten. Finanstilsynet har i et rundskriv uttalt at:

”(...) en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter. Ofte vil slike komplekse produkter ha en kostnadsstruktur som gjør at produktet heller ikke gir avkastning i tråd med kundens investeringsmål. Dette gjelder ikke minst ved lånefinansierte investeringer i sammensatte produkter.”⁷⁰

Etter Finanstilsynets oppfatning vil altså sammensatte produkter i de fleste tilfeller være uegnet for ikke-profesjonelle investorer, og således i strid med god forretningsskikk for foretaket å anbefale. Finanstilsynet går langt i å forhåndsklassifisere en hel gruppe produkter, men formodentlig anser man ikke egnethetskravet for å innebære noe generelt forbud mot å anbefale denne typen produkter til ikke-profesjonelle. En slik generalisering ville sannsynligvis vært å strekke reglene om god forretningsskikk for langt.⁷¹ Bransjen har ytret en viss skepsis mot tilsynets oppfatning av de sammensatte produktene, men ser ut til å ha føyet seg etter tilsynets uttalelser.⁷² Finanstilsynet har nylig gjennomført en omfattende undersøkelse av bankenes salg av finansielle instrumenter gjennom perioden 2009 og første halvår 2010.⁷³ 29 banker er undersøkt. Bankene har sluttet å tilby lånefinansiering av spareprodukter, og kompliserte spareprodukter (warrants, sammensatte produkter og eiendomsfond) tilbys i praksis ikke. Bankene har altså innrettet seg etter Finanstilsynets uttalelser og de ikke-

⁶⁹ Høegh-Krohn (2007).

⁷⁰ Rundskriv 4/2008.

⁷¹ Videregående Kreditret (2008) side 172.

⁷² FNO (2008).

⁷³ Finanstilsynet (2011)a.

rettskraftige avgjørelsene knyttet til sammensatte produkter. Hvorvidt et eventuelt medhold for DnB NOR i Røeggen-saken er egnet til å endre denne praksis, gjenstår å se; DnB NOR er blant bankene som ikke lenger tilbyr sammensatte produkter til sine kunder.

Egnethetstesten som nå er gjennomgått står i en viss kontrast til den såkalte hensiktsmessighetstesten som skal utføres av foretaket ved ytelse av andre investeringstjenester, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (5), jf. forskriften § 10-17.

Ved andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning, for eksempel de typiske meglertjenestene, skal foretaket "søke å" innhente opplysninger om kundens kunnskap og erfaring, jf. vphl. § 10-11 (5). Disse opplysningene skal sette foretaket i stand til å vurdere hvorvidt transaksjonen er "hensiktsmessig" for vedkommende investor. Dersom foretaket ikke får de nødvendige opplysninger fra kunden for å vurdere hvorvidt den påtenkte investeringstjeneste eller –produkt er hensiktsmessig, skal foretaket *advare* kunden om at det ikke er mulig å vurdere hensiktsmessigheten, jf. vphl. § 10-11 (5) siste punktum.

Egnethet er et mer omfattende krav enn hensiktsmessighet; I verdipapirforskriften § 10-17 heter det at foretaket må avgjøre om kunden har "nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen" knyttet til investeringen. Ved hensiktsmessighetsvurderingen tas det altså ikke hensyn til kundens investeringsmål. Bakgrunnen ligger i skillet mellom de ulike tjenestene. Ved investeringsrådgivning er veiledning og rådgivning innholdet i selve tjenesten, og rådene skal spesialtilpasses kunden.⁷⁴ Ved andre investeringstjenester er rådgivningen en biforpliktelse. Kunden som mottar anbefalinger om investeringer har selvsagt andre forventninger til foretaket enn kunden som bare skal ha utført en bestemt transaksjon.

Dersom transaksjonen som kunden ønsker utført ikke er *hensiktsmessig*, skal kunden advares om dette, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (5). Foretaket vil da ha oppfylt sine plikter. Det er altså lov for foretaket å utføre investeringstjenester knyttet til en uhensiktsmessig transaksjon dersom foretaket advarer kunden på forhånd. Dersom et foretak som yter investeringsrådgivning finner at en investering ikke er *egnet* for

⁷⁴ Michaelsen (2011) note 271.

kunden, vil det imidlertid ha plikt til å avstå fra å anbefale investeringen. Kunden kan på sin side bestemme seg for å utføre en transaksjon som ikke er egnet på egen risiko. Foretaket kan da i utgangspunktet yte meglingstjenester til kunden, men vil da være forpliktet til å advare kunden dersom investeringen ikke er hensiktsmessig.

5.4 Krav til foretakets kompetanse

Dersom foretaket skal være i stand til å oppfylle sine plikter under rådgivningsforholdet, er det en forutsetning at det besitter kompetanse både om markedet generelt og de aktuelle produkter spesielt. Spørsmålet i dette underkapittel er hvilke krav som stilles til foretakets kompetanse. Drøftelsen må ses i sammenheng med underkapittel 5.2.2 om ivaretagelse av kundens interesser og 5.3 om egnethetstesting av investeringer.

Et utgangspunkt ved vurdering av den kompetanse om finansielle instrumenter som foretaket må besitte, vil være kundens berettigede forventning om å kunne kreve ”høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning”, jf. Rt. 2000 s. 679. Nettopp fordi foretaket skal tilby et *egnet* produkt, er det grunn til å forvente fra foretaket kunnskap om produkter og finansielle instrumenter på generelt grunnlag. Verdipapirforetaket har en ”undersøkelsesplikt når det gjelder hvilke produkter som er tilgjengelige i markedet, og hvilke produkter som gir de beste betingelser for kunden”.⁷⁵ Den generelle kunnskap og kjennskap til markedet er nødvendig for at en rådgiver skal kunne identifisere egnede transaksjoner. Man kan imidlertid ikke strekke kravet til foretakenes kunnskap for langt, verken kvantitativt eller kvalitativt. Som påpekt av rettens flertall i LF-2010-16348 kan man for eksempel ikke klandre et foretak som våren 2007 ikke forutså den såkalte finanskrisen. Verdipapirforetakene er ikke spåmenn, og kunnskapen vil derfor langt på vei være (kvalifiserte) antakelser; at det alltid vil være en risiko knyttet til investeringer i finansielle instrumenter er allment kjent, jf. Bankklagenemndas uttalelse i BKN-2010-69.

⁷⁵ Finanstilsynet (2008)d.

Et minstekrav til foretakenes kunnskap må imidlertid være at de forstår de produkter de tilbyr og anbefaler. Dette er først og fremst av sentral betydning for at foretaket skal kunne gjøre en vurdering av produktets egnethet, men er også en forutsetning for at foretaket skal kunne formidle korrekt objektiv informasjon om de enkelte produkter til kunden. Finanskriseutvalgets rapport konkluderer med at det i tiden frem mot finanskrisen var mange rådgivere som ”i utgangspunktet [hadde] svak kompetanse på feltet de arbeidet innenfor, i tillegg til at de ofte måtte forholde seg til for komplisert og for mye informasjonsmateriell fra produktleverandørene, og fikk for lite opplæring i forkant av salget.”⁷⁶ I LF-2010-16348 slo retten fast at foretakets rådgiver ikke forstod vesentlige forhold ved et produkts risiko (mer bestemt begrepet ”standardavvik”). Ut fra sakens faktum og dommens premisser er det lite tvilsomt at mangelen på kompetanse hos rådgiveren utgjorde et alvorlig brudd på kravet til god forretningsskikk. (I dommens resultat ble imidlertid dette forhold ikke tillagt vekt, da kunden ikke hadde basert seg på rådgiverens uriktige risikovurdering ved sin investeringsbeslutning.)

Kravet om at verdipapirforetaket skal ha kjennskap til de tilgjengelige finansielle instrumenter kan ikke medføre en absolutt plikt til å ha kjennskap til ethvert tilgjengelig produkt på markedet. En slik absolutt plikt ville for det første medført en voldsom arbeidsmengde for foretakene og i siste omgang vært fordyrende for kundene. For det annet ville dette kunne hindret spesialisering og spissing av foretakenes kompetanse innenfor enkelte finansielle instrumenter. Dette har heller ikke vært lovgivers intensjon.⁷⁷ Snarere tvert imot må det anses som en fordel at verdipapirforetakene spesialiserer sin kompetanse. En forutsetning er imidlertid at foretaket avstår fra rådgivningsoppdraget dersom kunden vil være bedre tjent med investeringer på et område hvor foretaket ikke har den nødvendige kompetanse til å gi kvalifiserte råd. Foretaket må selv være i stand til å gjøre en slik vurdering, hvilket tilsier at en viss bredde i kompetansen i alle tilfeller er nødvendig.⁷⁸

⁷⁶ NOU 2011:1 side 161.

⁷⁷ Finansdepartementet (2009)b.

⁷⁸ Engh (2009) side 62.

At foretaket tilbyr (og gir råd om) et smalt produktspekter er ikke uproblematisk, da foretaket nødvendigvis vil støte på kunder hvis forutsetninger tilsier at de bør plassere sine penger i andre finansielle instrumenter enn de foretaket har kompetanse om og/eller tilbyr. I sitt brev til Alphaspar AS uttaler Finanstilsynet at foretaket tilbød et så smalt produktspekter at ”foretakets virksomhet tilsynelatende bærer mer preg av produktsalg enn uavhengig rådgivning”.⁷⁹ Et minstekrav er at foretakets smale investeringsunivers klart blir kommunisert ut til kunden, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (2) nr. 2.

Det må ventes at foretaket besitter kunnskap om gevinstpotensialet og risikoen knyttet til de ulike finansielle instrumenter, og at det er i stand til å vurdere de finansielle instrumenters soliditet og likviditet.⁸⁰ I Finanstilsynets brev til Terra heter det at ”(...) verdipapirforetaket skal sette seg inn i produktets egenskaper for å ha den nødvendige kompetanse som danner grunnlaget for at verdipapirforetaket skal kunne gi korrekte og fullstendige opplysninger om risiko forut for kundens investeringsbeslutning og inngåelse av avtale”.

Et viktig spørsmål i forbindelse med foretakenes kunnskap og kompetanse, er hvorvidt man kan basere seg på andre foretaks analyser og vurderinger eller om ethvert verdipapirforetak må gjøre sine egne vurderinger av de finansielle instrumenter og produkter. Foretaket vil ha et selvstendig ansvar for vurderingen av kvaliteten på de aktuelle transaksjoner, jf. Rt. 2000 s. 679 på side 689. Herfra kan man slutte at verdipapirforetakene ved sin vurdering av de tilgjengelige produkter i hvert fall ikke fullt ut kan basere seg på analyser foretatt av andre aktører i markedet.

5.5 Informasjon til kunden

En investeringsbeslutning treffes til syvende og sist av kunden selv, basert på informasjon og råd fra rådgiverforetaket (og eventuell annen informasjon kunden besitter). Avhandlingen har til nå primært hatt søkelyset på de *råd* verdipapirforetakene

⁷⁹ Finanstilsynet (2010)c.

⁸⁰ Engh (2009) side 61 flg.

gir sine kunder. Det er imidlertid også viktig å adressere de spørsmål som knytter seg til den andre sentrale delen av kundens beslutningsgrunnlag, nemlig informasjonen kunden gis. Verdipapirlovgivningen angir en rekke spesifikke opplysninger som kunden skal gis i forbindelse med at foretaket yter investeringsrådgivning. Disse vil ikke være gjenstand for noen vidtrekkende redegjørelse i dette underkapittel, da den informasjon som skal gis er gjenstand for til dels svært detaljert regulering og ikke reiser spesielle juridiske problemstillinger. Dette underkapittel vil derfor ikke gi noen uttømmende redegjørelse for den spesifikke informasjon foretaket skal gi sine kunder. Målet er å analysere de kvalitative krav som stilles til den informasjon foretakene er pålagt å gi sine kunder.

Bankklagenemnda har flere ganger understreket at kunden har et ansvar for å gjøre seg kjent med det aktuelle produkt eller finansielle instrument han ønsker å investere i. Et eksempel finner vi i BKN-2010-168. I denne saken heter det at:

”(...) investor har et selvstendig ansvar for å sette seg inn i det produkt man velger å investere i. Det må videre forutsettes allment kjent at det generelt er en risiko forbundet med investering i finansielle instrumenter, og at man stort sett kun ved ren banksparing er sikret mot reduksjon av investert kapital.”

Dersom det skal være en realitet i kundens eget ansvar for å gjøre seg kjent med de produkter han vil investere i, må kunden kunne forvente at den informasjon han mottar fra verdipapirforetaket er korrekt, relevant, fullstendig og forståelig. Det sentrale overordnede krav til den informasjon som gis kunden, er at det skal gjøre kunden i stand til å fatte ”en informert investeringsbeslutning”, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (2).

Etter verdipapirhandelloven § 10-11 (2) skal verdipapirforetakene gi kunder og potensielle kunder informasjon om:

” 1. verdipapirforetaket og de tjenester det yter,

2. finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier,
3. handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter,
4. omkostninger og gebyrer”

Den ovennevnte informasjon kan gis til kunden i form av standardiserte informasjonsskriv, jf. MiFID art. 19 (3).

Kravene om informasjon til foretakets kunder er gjenstand for omfattende detaljert utfylling i verdipapirforskriften kapittel 10 del III, § 10-9 flg. Kunden skal blant annet motta detaljert informasjon om verdipapirforetaket og dets tjenester (§ 10-12), de aktuelle finansielle instrumenter og strategier og risiko knyttet til disse (§ 10-13).

En av de sentrale informasjonsplikter knytter seg til omkostninger og gebyrer i forbindelse med investeringen, jf. verdipapirforskriften § 10-15. Kunden skal motta opplysninger om de samlede kostnader kunden skal betale. Herunder skal verdipapirforetakets godtgjørelse angis særskilt, og det skal blant annet informeres om skattemessige forhold som er relevante for investeringen. Informasjonen skal gis til kunden før foretaket yter rådgivningen, jf. forskriften § 10-11 (1).

Foretakenes kunder sitter ikke nødvendigvis på samme kunnskap og kompetanse, og behovet for informasjon vil derfor variere fra kunde til kunde. Som nevnt over skal informasjonen til kunden sette ham i stand til å fatte en såkalt informert investeringsbeslutning. I denne forbindelse er det blant annet klart at informasjonen må tilpasses den enkelte kundes kunnskapsnivå og kompetanse. Informasjonen til kunden skal gis i en ”forståelig form” og være utformet slik at kunden blir i stand til å ”forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys”, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (2). Foretaket må tilpasse informasjonsflyten etter den enkelte investor dersom kunden skal være i stand til å fatte en ”informert investeringsbeslutning”.

All informasjon som gis til foretakets kunder skal være ”korrekt, klar og ikke villedende”, jf. verdipapirhandelloven § 10-11 (3). At informasjonen skal være korrekt er et selvsagt krav. Det hender imidlertid at foretakene gir direkte uriktige opplysninger gjennom sin rådgivning. I LF-2010-16348 finner man et eksempel på at en rådgiver hadde gitt positivt uriktige opplysninger om risikoen ved en investering. Slike tilfeller medfører et brudd på kravet om at informasjonen skal være korrekt. Kravene om at informasjonen skal være klar og ikke villedende glir noe over i hverandre. Klarhetskravet til informasjonen innebærer at informasjonen som tilflyter kunden ikke skal være egnet til å skape misforståelser. Bestemmelsen kan ikke tolkes som noe forbud mot å formidle tvil rundt for eksempel et finansielt instruments fremtidige utvikling. Også tvil kan formidles ”klart”. Uklar informasjon kan imidlertid også fremtre som direkte villedende.

At informasjonen er villedende vil innebære at den er egnet til å skape et feilaktig bilde av det anbefalte produkt. Foruten de tilfellene hvor informasjonen er ukorrekt, kan man tenke seg situasjoner hvor informasjonen blir villedende fordi den er mangelfull eller fordi den for eksempel fremhever positive sider ved investeringsalternativet samtidig som den underkommuniserer risikoen. I Terra-saken kom Finanstilsynet til at informasjonen til kundene var villedende fordi sentrale sider ved investeringenes risiko ikke ble kommunisert til kunden.⁸¹ Verdipapirforetaket Totalvekst ASA, som mistet sin konsesjon i 2008, oppga kundens kostnader som en andel av eksponert beløp i stedet for som en prosent av det investerte beløp. En slik fremstilling gjorde nødvendigvis at kostnadene fremsto som forholdsmessig mindre, og Finanstilsynet mente at en slik fremstilling var egnet til å villedde kunden.⁸² For at kunden ikke skal forledes til å tro at all informasjon som foretaket tilbyr er objektiv, skal det gjøres klart fra foretakets side hva som er markedsføringsmateriell, jf. § 10-11 (3).

Informasjonen skal sammen med foretakets råd danne et informert grunnlag for kunden å fatte sin investeringsbeslutning på, særlig hva angår risikoen knyttet til den aktuelle investering. På denne bakgrunn er det av vesentlig betydning at informasjonen er

⁸¹ Finanstilsynet (2007).

⁸² Finanstilsynet (2008)a.

tilpasset kundens profesjonalitet og kunnskapsnivå, jf. verdipapirforskriften § 10-13 (1). Foretakene kan være fristet til å overøse sine kunder med informasjon for på denne måten å helgardere seg i forhold til regelverket. En slik praksis vil imidlertid være i strid med kravet om at informasjonen skal tilpasses kunden. Et for omfattende informasjonsmateriale kan medføre at kunden ikke er i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.

Det vil ikke nødvendigvis være tilstrekkelig å sørge for at kunden sitter på den relevante informasjon; det kan tenkes at informasjonen er så komplisert at den ikke er mulig å forstå uten veiledning eller ytterligere dokumentasjon. I den såkalte Terra-saken, som ble foranlediget av at norske kommuner tapte millionbeløp på investeringer gjennom Terra Securities ASA, konkluderte Finanstilsynet med at informasjonen fra Terra Securities ASA vedrørende de aktuelle investeringer var mangelfull og villedende.⁸³ Finanstilsynet konstaterte at vesentlig informasjon om investeringenes risiko var ”utilgjengelig for andre enn personer som i det minste arbeider med slike produkter til daglig”. Det var med andre ord ikke mulig for beslutningstakerne å gjøre seg opp noen mening om risikoen knyttet til investeringene basert på den fremskaffede informasjon fordi informasjonen ikke var tilpasset mottakerne. Informasjonsmateriale som er mangelfullt, villedende eller utilgjengelig for kunden medfører klare brudd på kravet til god forretningsskikk.

Det er foretakets ansvar å forsikre seg om at informasjonsmaterialet er tilpasset kundens kunnskapsnivå og informasjonsbehov. Foretakene har her en omsorgsplikt for kunden, og må gjøre en selvstendig vurdering av hvorvidt kunden er tilstrekkelig informert til å fatte en investeringsbeslutning. I avgjørelsen inntatt i Rt. 2003 s. 400 ble et rådgiverforetak dømt for uaktsom informasjon og rådgivning. I avgjørelsens premiss 42 (sitert ovenfor) heter det at en forutsetning for rådgiverforetakets uaktsomhet er at de aktuelle transaksjoner ikke burde vært foretatt av kunden ”uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført”. Høyesterett legger i avgjørelsen vekt på hvilken innsikt verdipapirforetaket kunne legge til grunn at selskapet hadde, samt hvorvidt

⁸³ Finanstilsynet (2007).

foretaket ga ”informasjon og råd til [kunden] som var tilpasset [kundens] kompetanse”. Selv om kunden er klassifisert som ikke-profesjonell vil foretakets informasjonsplikt avhenge av kundens profesjonalitet i den forstand at det også innenfor gruppen ikke-profesjonelle finnes varierende grad av kunnskap og erfaring knyttet til handel i finansielle instrumenter.

6 Særlige spørsmål

6.1 Vederlagsspørsmål

Spørsmålet her er hvilke krav som kan stilles til vederlaget som ytes verdipapirforetaket i forbindelse med investeringsrådgivningen. Som nevnt i punkt 5.2.2.2. over, er det vanlig at foretakets inntjening består av tegningsgebyrer, andel av overskudd, provisjon fra utsteder av verdipapirene og lignende. Denne situasjon åpner for en rekke interessekonflikter mellom foretakene og deres kunder.

6.1.1 Vederlag fra andre enn kunden

Etter verdipapirforskriften § 10-8 kan verdipapirforetaket som hovedregel ikke motta vederlag fra andre enn kunden, såkalte kick-backs. Regelen er en del av kravet til god forretningsskikk. Den bygger på en presumsjon om at foretakene kommer i vanskelige interessekonflikter og blir mindre uavhengige dersom de tar seg betalt fra andre enn dem de yter rådgivning til. Dersom foretaket mottar vederlag fra andre enn kunden, svekkes tilliten til at foretakene ivaretar kundens interesse på beste måte. Et motsatt utgangspunkt ville også være egnet til å svekke markedets integritet.

Fra forbudet mot å motta vederlag fra andre enn kunden er det imidlertid gjort viktige unntak. Verdipapirforetakene kan motta vederlag fra andre enn kunden dersom tre vilkår er oppfylt, jf verdipapirforskriften § 10-8 (1):

- i) kunden må ha mottatt skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi før ytelsen,
- ii) vederlaget må være egnet til å forbedre tjenestens kvalitet, og
- iii) vederlaget må ikke svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser (se ovenfor om denne plikt).

Man skulle kanskje tro at ovennevnte vilkår var vanskelige å innfri. Særlig kan man stille spørsmål ved hvordan vederlag fra andre enn kunden kan være egnet til å forbedre en tjenestes kvalitet. I Finanstilsynets rundskriv om regelen (på side 3) heter det:

”En ideell situasjon i forhold til å sikre at investeringstjenestene ytes på en måte som ivaretar kundens interesse på beste måte, vil således innebære at foretaket kun mottar vederlag fra kunden.”⁸⁴

Dette er imidlertid langt fra hovedregelen. Som nevnt over, er det få foretak som tar betalt for selve rådgivningen. Foretakenes inntjening kommer enten fra kunden i forbindelse med at han foretar en investering, eller fra leverandøren av det produkt kunden investerer i, uten at dette nødvendigvis vil falle inn under ovennevnte forbud. CESR har selv uttalt at kravet til at vederlaget er egnet til å forbedre tjenestens kvalitet er oppfylt dersom kunden får tilgang på et større produktspekter som følge av vederlagsordningen.⁸⁵ At foretaket mottar vederlag fra andre enn kunden selv, må anses som det normale i dagens marked. Denne situasjon tydeliggjør den vanskelige grensegang som foretakene balanserer på mellom å være rådgiver for kunden og selgere av produkter. Regelverket hindrer ikke at foretakene mottar vederlag fra andre enn kunden, men forutsetter at foretakene gjennom sin rådgivning avstår fra å innrette sin rådgivning ut fra hva som tjener foretakenes interesser best.

Fra tilsynspraksis ser vi at man stort sett legger til grunn at foretakene har blitt motivert av egen inntjening i sin rådgivning dersom det anbefalte produkt ikke er egnet for kunden samtidig som foretaket har høy inntjening på investeringen.⁸⁶

6.1.2 Særlig om ”churning”

De enkelte foretakenes inntjening vil som nevnt blant annet kunne avhenge av tegningsgebyrer fra kunden. Denne situasjonen er ikke bare egnet til å gi foretakene

⁸⁴ Rundskriv 17/2010.

⁸⁵ CESR (2007).

⁸⁶ Se Finanstilsynet (2008)a og b.

insitamenter til å anbefale de investeringer hvor foretakene får høyest mulig tegningsgebyr, men vil også kunne motivere foretakene til å anbefale hyppigere rullering enn kunden vil være tjent med (såkalt ”churning”). Å anbefale stadige omplasseringer motivert av foretakets inntjening, vil klart være i strid med kravet til god forretningsskikk, herunder kravet om å sette kundens interesser fremfor foretakets. Det vises i denne forbindelse til fremstillingen i kapittel 5.2.2. Godtgjørelsesordningene bransjen opererer med, er imidlertid innrettet slik at et foreligger en risiko for feilaktig motiverte anbefalinger.

I Agilis-saken, som er den hittil siste saken om inndragelse et rådgiverforetaks konsesjoner, hevder Finanstilsynet at foretakets kunder har blitt anbefalt en for høy omsetningshastighet.⁸⁷ Enkelte av foretakets kunder har på foretakets anbefaling utført mellom 10 og 20 transaksjoner daglig, hvilket har generert høye inntekter til foretaket. Et eksempel som er trukket frem i media er kunden som betalte til sammen kr 580 000 i kurtasje til foretaket, etter å ha investert kr 50 000.⁸⁸ På grunn av den høye omsetningshastigheten ble den samlede provisjonen til foretaket over ti ganger større enn det beløp kunden opprinnelig investerte. Agilis kommer som tidligere nevnt til å påanke Finanstilsynets vedtak. Foretaket hevder at rådene om høy omsetningshastighet ikke har vært motivert av et ønske om å maksimere kurtasjen.

Den siste tiden har man sett at enkelte aktører kutter tegningsgebyrer og erstatter disse med forvaltningshonorarer som ikke er avhengig av rulleringen i kundens plasseringer. Denne utvikling har blitt omtalt som positiv for investorene fordi det fjerner foretakenes insentiver til å anbefale omplasseringer motivert av inntjening.⁸⁹ Dersom foretakene fjerner tegningsgebyrene blir kunden formodentlig sikret mer uavhengige investeringsråd. En slik slutning er det kanskje fristende å foreta, men fjerning av tegningsgebyrer er ikke problemfritt og gjør ikke nødvendigvis at foretakenes stilling blir mer uavhengig. Når en kunde tegner andeler i et verdipapirfond, har dette en

⁸⁷ Finanstilsynet (2011)c.

⁸⁸ Dagens Næringsliv (2011)a.

⁸⁹ Larsen og Dahl (2008).

kostnad som nå blir plassert på andre siden av bordet. Forholdet mellom foretak og kunde vil her være snudd på hodet; fra å ha et insentiv til å anbefale omplasseringer for å generere inntekter, vil foretakene som fjerner tegningsgebyrene ha et insentiv til å anbefale kunden å sitte i ro for å minimere kostnader. Også her vil utgangspunktet være det samme, nemlig at anbefalinger motivert av foretakets interesser er i strid med kravet til god forretningsskikk. Det finnes ikke tilfeller fra praksis hvor dette har vært tilfellet, men man kan på ingen måte avskrive denne ”nye” konflikten mellom foretak og kunde. Å tro at interessekonfliktene er ryddet av veien, er etter min vurdering en feilslutning.

6.2 Tid til områelse?

Investeringsbeslutningen er som nevnt over kundens avgjørelse. Kundens interesser tilsier at han bør ta seg tid til å vurdere investeringsbeslutningen, den informasjon og de råd som foretaket har gitt ham. En kunde som har fått tid til å tenke gjennom sin investeringsbeslutning og gjennomgå det tilgjengelige materiale, vil formodentlig fatte sin beslutning på et mer informert og gjennomtenkt grunnlag.

Loven stiller ikke noe eksplisitt krav om at kunden skal gis noen ”betenkningstid”, men Bankklagenemnda legger i sin praksis til grunn at kunden bør innvilges viss tid til områelse før investeringsbeslutningen fattes, jf. BKN-2010-105. Hvem som har tatt initiativ til kundeforholdet vektlegges i denne forbindelse, da en kunde som selv har tatt kontakt med verdipapirforetaket antas å ha tenkt mer gjennom investeringsbeslutningen på forhånd enn de kunder som foretakene selv oppsøker.⁹⁰ Man kan på generelt grunnlag utlede fra Bankklagenemndas praksis at det er uheldig om kunden treffer sin investeringsbeslutning i første møte med rådgivningsforetaket, men dette er ingen kategorisk regel, jf. BKN-2010-105.

6.3 Plikt til å gi råd?

Ofte vil man som investeringsrådgiver gi flere råd til samme kunde over tid. For eksempel vil en kunde kunne bli anbefalt å selge sine andeler i ett verdipapirfond, og

⁹⁰ BKN-2007-41.

kjøpe i et annet. I slike langvarige kundeforhold kan man spørre om verdipapirforetaket har en plikt til uten oppfordring å gi råd om omplassering av kundens midler.

Verdipapirmarkedet kan utvikle seg slik at det vil være tilrådelig for en investor å gjøre omplasseringer. Spørsmålet er i denne forbindelse om verdipapirforetaket har en plikt til å gi råd om dette til kunden på eget initiativ. Det er intet til hinder for at et foretak yter investeringsrådgivning på eget initiativ, jf. definisjonen i verdipapirhandelloven § 2-4 (1). At reglene om god forretningsskikk gjelder i slike tilfeller, er det liten tvil om. Spørsmålet er om reglene stiller opp en aktivitetsplikt, altså en plikt for foretaket til under gitte omstendigheter å kontakte kunden for uoppfordret å gi ham råd om transaksjoner.

Noen generell aktivitetsplikt for foretakene kan vanskelig utledes av lovens ordlyd. De utfyllende krav til god forretningsskikk forutsetter at investeringsrådgivning er påbegynt eller påtenkt. Man finner som nevnt i punkt 5.3 krav til når foretakene skal unnlate å yte investeringsrådgivning, men ikke regler for det motsatte. Spørsmålet om aktivitetsplikt ligger derfor som utgangspunkt utenfor reguleringen av tjenesten investeringsrådgivning.

Kravet om god forretningsskikk gjelder for hele foretakets virksomhet. Det er mulig at en viss aktivitetsplikt kan utledes fra kravene til virksomheten som sådan. Eventuelt kan en aktivitetsplikt hjemles i lojalitetsbetraktninger og avtaleforholdet mellom partene. Avhengig av avtaleforholdet kan man nok innfortolke en forutsetning om at foretaket kontakter kunden ved en utvikling som tilsier at transaksjoner bør utføres. Dette kan for eksempel være tilfellet hvor kunden handler i enkeltaksjer og generelt har høy omsetningshastighet. Man ender da imidlertid opp i en vurdering av rådgivningsavtalens innhold, som må avgjøres av de vanlige prinsipper for avtaletolkning.⁹¹ Etter min oppfatning blir det på denne bakgrunn vanskelig å finne grunnlag for en eventuell aktivitetsplikt i god forretningsskikk-normen ved investeringsrådgivning, nettopp fordi kravene som stilles til rådgivningen forutsetter at rådgivning er påbegynt.

⁹¹ Engh (2009) side 43.

7 Dokumentasjon av rådgivningsprosessen

Verdipapirforetakene er under tilsyn av Finanstilsynet. For at myndighetene skal kunne kontrollere at kravene til foretakenes virksomhet blir overholdt, er det viktig at verdipapirforetakene kan dokumentere utøvelsen av sine tjenester. Vphl. § 9-11 (1) nr. 1 stiller krav om at foretakene skal ha betryggende rutiner som sikrer foretakenes lovpålagte forpliktelser, og etter vphl § 9-1 (2) skal foretakene innrette sin virksomhet slik at Finanstilsynet er i stand til å kontrollere at kravene til virksomheten er overholdt. Etter disse regler skal rådgivningsprosessen dokumenteres i en slik grad at både foretakenes ledelse og Finanstilsynet kan kontrollere at foretakene i sin investeringsrådgivning har overholdt kravene til god forretningsskikk. Herunder må foretakene kunne dokumentere at informasjon om kunden er innhentet, at kunden er anbefalt egnede produkter med mer. Det er blant annet slik dokumentasjon som gjennomgås når Finanstilsynet utøver sin tilsynsmyndighet etter finanstilsynsloven § 3 flg.

Kravet til dokumentasjon er vidtrekkende; verdipapirforetakene må dokumentere rådgivningsprosessen i et slikt omfang at en uavhengig tredjepart er i stand til å vurdere kvaliteten på rådgivningen og om kravene til god forretningsskikk er overholdt.⁹² En del informasjon vil selvsagt allerede foreligge naturlig som del av rådgivningen, herunder markedsføringsmateriale og skjemaer som kunden har fylt ut. Denne dokumentasjon må lagres hos foretaket. For at man skal kunne kontrollere kvaliteten på rådgivningen etter verdipapirlovgivningens regler, er det imidlertid en forutsetning at også de råd og den veiledning kunden mottar fra den enkelte rådgiver nedtegnes. Bare på denne måten kan rådgivningsprosessen vurderes av en uavhengig tredjepart.

⁹² Finanstilsynet (2009).

Som nevnt over, stiller kravet til god forretningsskikk mer omfattende krav til prosedyren ved investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle enn til profesjonelle. Kravet til dokumentasjon av virksomheten blir dertil mer omfattende for foretak som yter rådgivning til ikke-profesjonelle.

Det har i enkelte tilfeller vist seg vanskelig å dokumentere rådgivningsprosessen mellom verdipapirforetakene og kundene. Rådgivningsprosessen består ikke bare av skriftlig informasjon til kunden, men også samtaler både i møter og over telefon, og gjerne også presentasjons- eller salgsmøter hvor flere kunder møter samtidig. Å føre tilsyn med at regelverket overholdes lar seg derfor ikke alltid gjøre på en fullt ut tilfredsstillende måte, selv hvor de råd foretakene gir til kunden muntlig blir nedtegnet i etterkant. 1. april d.å. trådte en endring i verdipapirforskriften i kraft. Den nye § 10-31 lyder som følger:

”Dokumentasjon

(1) Verdipapirforetak skal foreta lydopptak av alle telefonsamtaler i tilknytning til yting av investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd nr. 1 til 6

(2) Verdipapirforetak skal etablere betryggende rutiner for dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre kommunikasjonskanaler når disse benyttes i tilknytning til yting av investeringstjenester som nevnt i første ledd.”

Endringen i forskriften, hvis ikrafttredelse har blitt utsatt flere ganger, medfører at alle telefonsamtaler hvor det ytes investeringsrådgivning skal tas opp på bånd. Dette skal sikre dokumentasjon av rådgivningsprosessen og gjøre det enklere å føre tilsyn med foretakene. I Finanstilsynets høringsnotat fremheves atferdskontroll og forbrukerbeskyttelse som de viktige hensyns bak denne nye regelen.⁹³ Det har blitt rettet kritikk mot forskriftsendringen ut fra personvern hensyn og hensynet til effektivitet. Ikrafttredelsen av forskriftsendringen har også blitt utsatt flere ganger fordi verdipapirforetakene har hatt behov for ekstra tid til å utarbeide tekniske løsninger både for opptak og lagring. Regelendringen har særlig blitt kritisert fordi foretakenes

⁹³ Finanstilsynet (2008)e.

samtaler med kunden ikke alltid vil falle innenfor yting av investeringstjenester (mer spesielt i denne avhandling: investeringsrådgivning), men gjerne vil omfatte flere sider av klientforholdet mellom foretak og kunde. Særlig er dette tilfellet i forholdet mellom kunder og banker med tillatelse til å yte investeringstjenester. Dersom rådgiverforetaket er en bank, vil gjerne andre forhold ved kundeforholdet bli diskutert. Dette skal ikke tas opp på bånd, og opptaket av samtalene må derfor brytes av når samtalen dreier seg om annet enn rådgivning slik at overskuddsinformasjon ikke blir tatt opp på bånd og lagret hos foretakene.

Kritikken som har blitt rettet mot regelendringen er etter min oppfatning berettiget. Det faktum at samtalen mellom kunde og foretak omfatter mer enn yting av investeringstjenester, og at skillet mellom hva foretaket plikter å ta opp på bånd og ikke kan være uklart, er begrunnelsen for at noen *generell plikt* til lydopptak av rådgiversamtaler som skjer gjennom møter i foretakenes lokaler ikke blir innført. Fra høringsnotatet siteres:

”Et generelt krav til lydopptak i alle banklokaler der det ytes investeringsrådgivning vil imidlertid etter Kredittilsynets vurdering reise alvorlige innvendinger fra et personvernspunkt. Det vil være risiko for at sensitive personopplysninger om personens forhold til banken som låntaker blir oppbevart og tilgjengelig for flere i banken enn de som trenger å ha kjennskap til det. Lydopptak i banklokaler vil også være ressursmessig krevende.”

Det er påfallende at de samme betraktninger ikke er tillagt vekt i forbindelse med kommunikasjon mellom foretak og kunde som skjer over telefon. Ressursmessige hensyn, og særlig spørsmål knyttet til personvern gjør seg også gjeldende hvor samtalen foregår over telefon, ikke bare når kunde og rådgiver møtes personlig i foretakets lokaler. Innstrammingen av dokumentasjonskravet tjener likevel et viktig formål; det blir enklere å føre atferdskontroll med markedet og luke ut de foretak som bryter loven, og bevissituasjonen i tvister mellom foretak og kunde vil bedres.

8 Konsekvensene av overtredelse av kravet til god forretningsskikk

Avhandlingen tar primært sikte på en redegjørelse og vurdering av *innholdet* av normen god forretningsskikk. For at fremstillingen av regelverket skal settes i en naturlig kontekst, kommer man imidlertid ikke utenom å redegjøre for virkningene av brudd på normen. Dette kapittel vil bare overfladisk redegjøre for de mulige konsekvenser av at foretakene bryter kravet til god forretningsskikk.

8.1 Pålegg om retting

Verdipapirforetakene er underlagt Finanstilsynets tilsyn. Finanstilsynet skal blant annet kontrollere at bransjen som sådan og hvert enkelt foretak innretter sin virksomhet etter gjeldende regelverk. Dersom Finanstilsynet oppdager at kravene til god forretningsskikk brytes, er kritikk den mildeste reaksjonsform som foretakene risikerer. Kritikken kan ta ulik form, og avhengig av bruddets alvorlighet vil kritikken ofte være fulgt av et pålegg om retting etter verdipapirhandelloven § 15-7 og finanstilsynsloven § 4.

Pålegget om retting innebærer at foretaket plikter å rette sin virksomhet etter gjeldende regelverk. Pålegget om retting er reiser ikke problemer dersom foretakene, som de ofte gjør, oppfatter Finanstilsynets tolkning av regelverket for å være korrekt. Foretakene vil jo alltid være pliktet til å følge gjeldende regelverk. Pålegg om retting følger gjerne i tilsynsrapporter etter at Finanstilsynet har vært på stedlig tilsyn. Disse blir offentliggjort, og et ris bak speilet for foretakene er derfor ofte at kritikkverdige forhold i foretakenes virksomhet blir slått opp i media.

8.2 Inndragelse av konsesjon

Dersom et verdipapirforetak gjør alvorlige brudd på kravene til god forretningsskikk eller systematisk overtrer reglene, kan foretaket miste sin tillatelse til å yte investeringsrådgivning (og andre investeringstjenester), jf. verdipapirhandelloven § 9-4

(1). Videre kan konsesjonen inndras dersom foretaket gjør seg skyldig i regelbrudd som gir grunn til å frykte skade på allmenne interesser, eller lar være å følge pålegg om retting. Inndragning av et foretaks konsesjon er en inngripende sanksjon, og det er grunn til å utvise en viss varsomhet ved benyttelse av denne sanksjonstype blant annet fordi en inndragelse av foretakenes konsesjoner også vil kunne få virkninger for foretakets kunder. Det forvaltningsrettslige forholdsmessighetsprinsippet tilsier at andre sanksjonstyper, som pålegg om retting, vil måtte vurderes.⁹⁴ I 2008 inndro Finanstilsynet konsesjonene til Caveo ASA og Totalvekst ASA. Felles for foretakene var at de systematisk hadde overtrådt kravene til god forretningsskikk ved konsekvent å anbefale investeringer som foretakene hadde interesse i at kundene foretok, på bekostning av kundenes interesser.⁹⁵

8.3 Straff og vinningsavståelse

En siste reaksjonsmåte på brudd på reglene om god forretningsskikk er straff og vinningsavståelse, jf. vphl § 17-3 (2) nr 6 og § 17-2 (1). Den som grovt eller gjentatte ganger bryter kravene reglene om god forretningsskikk kan straffes med bøter eller fengsel opptil 1 år.

8.4 Forholdet til privatrettslige krav

Brudd på offentligrettslige normer har i utgangspunktet ikke privatrettslige virkninger. Avtale- og erstatningsretten tillegger imidlertid langt på vei brudd på god forretningsskikk-normen virkninger, og de ovennevnte regler kan derfor indirekte få privatrettslige konsekvenser.

Foretakets uaktsomhet ved yting av rådgivning kan gjøre kunden berettiget til erstatning. Dersom foretakets uaktsomme rådgivning fører til økonomisk tap hos kunden, kan kunden kreve å bli stilt som om rådgivningen var aktsom, jf. Rt. 2003 s. 400. Forutsetningen er at han er påført et økonomisk tap, og at det er adekvat

⁹⁴ Bernt og Rasmussen (2003) s. 89

⁹⁵ Finanstilsynet (2008) a og b

årsakssammenheng mellom foretakets uaktsomhet og tapet. God forretningsskikk-normen danner utgangspunktet for de krav kunden kan stille til foretakets virksomhet, og får av denne grunn betydning ved vurdering av foretakets aktsomhet jf BKN-2010-191

Etter avtaleloven § 36 kan en avtale fullt eller delvis settes til side dersom den er urimelig eller det strider mot god forretningsskikk å gjøre den gjeldende. Etter avtaleloven § 33 kan en avtale kjennes ugyldig på grunn av misligholdt opplysningsplikt. Dersom kunden får medhold i et krav om avtalerevisjon skal kunden (helt eller delvis) stilles som om avtalen ikke var inngått. Kravet om ugyldighet må rettes mot leverandøren av det aktuelle produkt som kunden har investert i (altså den som er part i avtalen om investeringen som sådan).

9 Flere krav – bedre råd?

9.1 Innledning

Etter implementeringen av MiFID og innføringen av investeringsrådgivning som konsesjonspliktig tjeneste har regelverket knyttet til investeringsrådgivning blitt mer omfattende enn det var tidligere. Særlig er de omfattende kravene til innhenting av informasjon og tilpassing av anbefaling etter dette, samt krav til dokumentasjon, krevende og omfattende regler. Det er legitimt å stille spørsmålet om dagens regelverk fungerer etter sin hensikt. Hovedformålet med kravet til god forretningsskikk er som nevnt investorbeskyttelse og beskyttelse av markedets integritet.

9.2 Et regelverk egnet til investorbeskyttelse?

Før implementeringen av MiFID ble det stilt spørsmål ved om innføringen av investeringsrådgivning som konsesjonspliktig tjeneste ville føre til bedre rådgivning.⁹⁶ Det ble fremhevet at yting av investeringsrådgivning var undergitt krav til god forretningsskikk også etter datids gjeldende rett, selv om yting av rådgivning ikke var konsesjonspliktig.

Kritikken har etter min oppfatning ikke i tilstrekkelig grad tatt innover seg de vesentlige endringene som er gjort i regelverket. Kravet til god forretningsskikk må nødvendigvis ses i sammenheng med endringen som ble gjennomført da investeringsrådgivning ble konsesjonspliktig. Tidligere var det primært eventuelle sivilrettslige krav som utgjorde den største risiko for foretakene ved uegnet rådgivning. Finanstilsynet fører nå tilsyn med foretakenes investeringsrådgivning, og foretakene løper en risiko for å miste retten til å yte investeringsrådgivning (og andre investeringstjenester) dersom kravet til god forretningsskikk ikke overholdes. Foretak som bryter kravene til god forretningsskikk

⁹⁶ Agnes Bergo (2007).

(uten at forholdene nødvendigvis er så alvorlige at de kvalifiserer til inndragelse av tillatelser) risikerer også negativ publisitet gjennom offentlige tilsynsrapporter.

Kritikerne har et poeng i at det også før implementeringen av MiFID gjaldt strenge krav til foretakenes yting av investeringsrådgivning, uten at dette forhindret for eksempel massivt salg av sammensatte produkter til ikke-profesjonelle.⁹⁷ Man kan på denne bakgrunn stille spørsmålet om flere og strengere regler under kravet til god forretningsskikk fører til økt investorbeskyttelse i en bransje som formodentlig ikke tok det gamle regelverket vesentlig innover seg. Som jeg allerede har nevnt, overser denne kritikken en av de vesentligste endringene i regelverket. I stedet for at kontrollen av rådgivningen utelukkende skjer i etterkant gjennom behandling i Bankklagenemnda og rettssystemet, føres det nå en mer preventiv kontroll av foretakenes rådgivning. Regelverket etter implementeringen av MiFID har ført til opprydning i rådgivningsbransjen. Finanstilsynet har inndratt tillatelser til å yte investeringsrådgivning, og på denne måten forebygget uegnet rådgivning. Finanstilsynets rapporter etter stedlige tilsyn hos foretakene viser en bedring i verdipapirforetakenes atferd innenfor rådgivningssegmentet.⁹⁸ Verdipapirforetakene melder også at de følger seg etter tilsynets merknader og uttalelser. Det seneste eksempel på disse virkninger kan vi se i Finanstilsynets gjennomgang av bankenes salg av finansielle instrumenter.⁹⁹ Bankene har etter at Finanstilsynet uttalte at sammensatte produkter generelt er uegnet for ikke-profesjonelle, særlig ved lånefinansiering, i praksis sluttet å selge disse produktene til ikke-profesjonelle.¹⁰⁰ Et visst forbehold må her tas for at sammensatte produkter for tiden er gjenstand for behandling i rettssystemet i den såkalte Røeggen-saken, og at bransjen kanskje holder seg borte fra å anbefale produkter hvis rettslige stilling for tiden er uavklart.

⁹⁷ Jf. blant annet den pågående Røeggen-saken.

⁹⁸ Finanstilsynet (2010)a.

⁹⁹ Finanstilsynet (2011)a.

¹⁰⁰ Rundskriv 4/2008.

Man må imidlertid være klar over at kundene fremdeles må gå veien om Bankklagenemnda og rettssystemet for øvrig dersom de vil nå frem med krav som følge av uaktsom rådgivning. Håndhevelsen av regelverket på tilsynsnivå fungerer derfor forebyggende og regulerende, snarere enn å bidra til enklere og raskere behandling av krav fra kunder.

Det har den siste tiden blitt avdekket eksempler på at foretak som har mistet sin konsesjon til å yte investeringsrådgivning har gått over i ikke-konsesjonspliktig finansiell rådgivning.¹⁰¹ Definisjonen av investeringsrådgivning omfatter ikke anbefalinger av andeler i for eksempel kommandittselskaper (KS) og ansvarlige selskaper (ANS). Denne utvikling må anses å være uheldig fordi en ikke-profesjonell kunde ofte ikke vil se forskjellen på investere i et KS fremfor å handle i finansielle instrumenter, langt mindre være i stand til å skille mellom rådgivningsforetak som er underlagt konsesjonsplikt fremfor de som opererer i det ikke-konsesjonspliktige landskapet. Det er få fordeler med å innrette virksomheten på denne måten, annet enn at man slipper konsesjon og kontroll fra tilsynsmyndighetene. Det foreligger et lovforslag som går ut på å gjøre investeringstjenester knyttet til KS- og ANS-andeler overfor ikke-profesjonelle kunder konsesjonspliktig.¹⁰² Forslaget er enda ikke fremmet for Stortinget. Etter min oppfatning vil en lovendring fylle et uheldig hull i dagens regelverk og bidra til å styrke investorvernet. Særlig tatt i betraktning at flere foretak som har mistet sine konsesjoner til å yte investeringsrådgivning har gått over til å yte rådgivning knyttet til KS- og ANS-andeler, er det viktig å få på plass en slik lovendring.

9.3 Er regelverket for detaljert?

Kravene til god forretningsskikk er mange og detaljerte. Såfremt de følges er det imidlertid lite som tilsier at investorenes interesser ikke blir tilstrekkelig beskyttet. Man må kunne stille spørsmålet om et regelverk som består av så vidt mange detaljerte krav og plikter er utelukkende positivt for kundene. Jeg ser her vekk fra spørsmålet om

¹⁰¹ Sunnanå og Dahl (2009).

¹⁰² Finansdepartementet (2009)c.

overholdelse av reglene som sådanne. Spørsmålet er om regelverket dersom det følges har utilsiktede virkninger for kundene og potensielle kunder.

Faren med et detaljert regelverk er at det kan bli arbeidsintensivt og dyrt å forholde seg til. Kravene til god forretningsskikk som er gjennomgått gjelder for alle foretakenes kunder, uavhengig av hvor store summer som skal investeres. Småkundene er formodentlig stort sett ikke-profesjonelle kunder hvor de strengeste krav til rådgivningen i verdipapirlovgivningen får anvendelse. Enkelte småkunder blir derfor forholdsmessig svært dyre for foretakene å yte rådgivning til. Flere aktører i markedet har meldt at de ikke lenger kommer til å yte investeringsrådgivning til små kunder fordi særlig kravene til dokumentasjon har blitt for omfattende.¹⁰³ I forbindelse med ikrafttreddelsen av ovennevnte forskriftsendring vedrørende lydopptak av rådgiversamtaler er dette moment blitt enn mer gjeldende. Denne utviklingen gir grunn til bekymring. Rettstilstanden med omfattende krav til dokumentasjon gjør at en vesentlig gruppe småinvestorer står i fare for å få et begrenset tilbud om investeringsrådgivning. Denne virkning er uten tvil uheldig for et regelverk som blant annet er ment å ivareta nettopp denne gruppens særlige beskyttelsesbehov.

Kravet til forbrukerbeskyttelse er viktig, men det har ikke vært lovgivers intensjon at investeringsråd til småsparere skulle bli dyrere og vanskeligere tilgjengelig. Konsekvensen av for detaljerte regler kan være at mange småsparere i praksis blir utestengt fra verdipapirmarkedet fordi de ikke får tilgang på kvalifisert rådgivning. Svekking av rådgivningstilbudet til den gruppen av investorer som kanskje trenger det mest vil kunne ha flere uheldige virkninger. Det kan for det første føre til investeringsvegring hos småsparere. Verdipapirmarkedet skal bidra til å kanalisere kapitalen dit den kaster mest av seg.¹⁰⁴ Samfunnet som helhet vil derfor neppe være tjent med at småsparerne holder seg borte fra markedet. Dersom småsparerne forsvinner fra verdipapirmarkedet, svekkes også selveierdemokratiet. For det annet vil et svakere investorvern kunne være en konsekvens. Småsparere som ønsker å handle i finansielle instrumenter vil måtte basere seg mer på egen kjennskap til markedet. Sistnevnte er en

¹⁰³ Hoemsnes (2009).

¹⁰⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 12.

virkning som står i direkte motstrid med verdipapirlovgivningens formål, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) (på side 12).

Man må imidlertid ikke glemme at årsaken til at foretakene melder at de vil slutte å yte investeringsrådgiving til småsparere langt på vei henger sammen med måten bransjen tar betalt for sine tjenester på. Kanskje vil man se en dreining i bransjen mot økte direkte gebyrer for rådgiving. Dette løser imidlertid ikke problemet med forholdet mellom investeringsbeløp og kostnader. Dersom det blir så dyrt for småsparerne å kjøpe investeringsrådgiving at prisen står i misforhold til det beløp kundene investerer, er det nærliggende å anta at også dette vil føre til investeringsvegring blant småsparere.

Man kunne kanskje tenke seg et forenklet regelverk for småinvestorer som ikke var like ressurskrevende å etterleve, men da må man også begrunne hvorfor småsparere har et begrenset beskyttelsesbehov; det vil formodentlig være de små investorene som har minst kunnskap og erfaring fra verdipapirmarkedet fra før og således har størst behov for beskyttelse. Siste ord i denne forbindelse er neppe sagt. Det vil bli spennende å se hvilken retning utviklingen tar, både i markedet og på lovgiversiden.

10 Kildeliste

10.1 Bøker, artikler og lignende

- | | |
|---------------------------|--|
| Bankklagenemnda (2009) | Bankklagenemnda. <i>Årsberetning 2009</i> . |
| Buggeland (2010) | Buggeland, Svein Arne. <i>Ikke spill smart!</i> I: VG 12. april 2010. |
| Hov (2002) | Hov, Jo. <i>Avtaleslutning og ugyldighet</i> . 3. utgave. Oslo, 2002. |
| Agnes Bergo (2007) | Agnes Bergo. <i>Investeringsrådgivning – blir aktsomheten bedre med MiFID og nytt regelverk?</i> I: Praktisk økonomi og finans 4/2007 s. 103-112. |
| Knut Bergo (2008) | Bergo, Knut. <i>Børs- og verdipapirrett</i> . 1. utgave. Oslo, 2008 |
| Bernt og Rasmussen (2003) | Bernt, Jan Fridthjof. Rasmussen, Ørnulf. <i>Frihagens forvaltningsrett (bind 1)</i> . 1. utgave. Bergen, 2003 |
| Dagens Næringsliv (2010) | Dagens Næringsliv (nettutgave). <i>Finansrådgiver må dekke tapene for vaktmester</i> . 5. november 2010.
http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2013769.ece [sitert 29. mars 2011] |

Dagens Næringsliv (2011)a	Dagens Næringsliv (nettutgave). <i>Investerte 50 000 – betalte 580 000 i kurtasje</i> . 1. april 2011. http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2114324.ece [sitert 5. april 2011]
Dagens Næringsliv (2011)b	Dagens Næringsliv. <i>Anker til Finansdepartementet</i> . 1. april 2011.
Forbrukerrådet (2009)	Forbrukerrådet. <i>Bankenes spareråd står til stryk</i> . http://forbrukerportalen.no/Artikler/2009/Bankenes_sparerad_star_til_stryk [sitert 24. januar 2011]
Hagstrøm (2003)	Hagstrøm, Viggo. <i>Obligasjonsrett</i> . 3. utgave. Oslo, 2003.
Høegh-Krohn (2007)	Høegh-Krohn, Joachim. <i>Gratislunsjer finnes ikke</i> . http://joachimhoeghkrohn.na24blogg.no/?p=10 [sitert 25. januar 2011]
Hoemsnes (2009)	Hoemsnes, Anita. <i>Dyrt regelverk skviser de små</i> . I: Dagens Næringsliv 2. november 2009
Knoph (1939)	Knoph, Ragnar. <i>Rettslige standarder</i> . Opptrykk 1948. Oslo, 1939.
Larsen og Dahl (2008)	Larsen, Karianne. Dahl, Carl Alfred. <i>Spareråd uten baktanker</i> . I: Aftenposten 1. desember 2008
Michaelsen (2011)	Michaelsen, André. <i>Kommentar til verdipapirhandelloven</i> . I: Norsk lovkommentar nettversjon. Udatert. [Sitert 17. mars 2011].

NTB (2010)	NTB. <i>Røeggen-anken for lagmannsretten i august</i> . http://www.dn.no/privatokonomi/article2038227.ece [sitert 19. januar 2011]
Skjevestad (2010)	Skjevestad, Henrik. <i>Investeringsråd må tas opp på bånd</i> . I: Aftenposten 5. mars 2010.
Sunnanå og Dahl (2009)	Sunnanå, Lars Magne. Dahl, Carl Alfred. <i>Varsler tiltak mot råselgerne</i> . I: Aftenposten 10. mars 2009.
Tyrhaug og Mydske (2008)	Tyrhaug, Sverre. Mydske, Tore. <i>Gjennomføring av MiFID i norsk rett – oversikt og bakgrunn</i> . I: Tidsskrift for forretningsjuss. 2008. S.: 152-182
Videregående kreditret (2008)	<i>Videregående kreditret</i> . Redigert av Lennart Lyngse Andersen. København, 2008.

10.2 Lovgivning, rundskriv, bransjenormer

10.2.1 Lovgivning

1918	lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) av 31. mai 1918 nr 4.
1956	lov om tilsyn med finansinstitusjoner (finanstilsynsloven) av 1. juli 1956

1985	lov om verdipapirhandel (verdipapirhandellogen) av 14. juni 1985 nr. 61.
1997	lov om verdipapirhandel (verdipapirhandellogen) av 19. juni 1997 nr. 79.
1998	lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr. 56.
2007	lov om verdipapirhandel (verdipapirhandellogen) av 29. juni 2007 nr. 75.

10.2.2 Forskrifter og rundskriv

Verdipapirforskriften	Forskrift til verdipapirhandellogen (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876.
Rundskriv 4/2008	Rundskriv fra Finanstilsynet datert 12. februar 2008. <i>Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.</i> http://finansstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Rundskriv/2008/1-kvartal/Sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/ [sitert 12. februar 2011].
Rundskriv 17/2010	Rundskriv fra Finanstilsynet datert 5. juli 2010. <i>Verdipapirforetakenes avlønningssystemer og vederlag fra andre enn kunden.</i>

10.2.3 Bransjenormer

Behandlingsregler for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer. 19. mars 2002.

<http://www.nfmf.no/filestore/Behandlingsregler2002.pdf> [sitert 7. april 2011]

Etiske normer for medlemmer av Norges Fondsmeglerforbund. 5. september 2007.

<http://www.nfmf.no/filestore/Etisknormer2.pdf> [sitert 2. februar 2011]

Saksbehandlingsregler for Finansklagenemnda. 21. januar 2011.

http://bankklagenemnda.no/assets/Saksbehandling_sregler%20for%20Finansklagenemnda%20-%20gjeldende%20fra%201.%20februar%202011.pdf [sitert 7. april 2011]

Autorisasjonsordningen for finansielle rådgivere – God rådgivningsskikk.

<http://www.autorisasjonsordningen.no/filestore/Grunnlagsdokumenter/god-radgivningsskikk.pdf> [sitert 2. februar 2011]

10.3 EU-kilder

MiFID	EU-direktiv 2004/39/EF ”on markets in financial instruments”.
Gjennomføringsdirektivet	Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF “implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive”.
Gjennomføringsforordningen	Kommisjonsforordning (EF) nr. 1287/2006 “implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards recordkeeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive”.

10.4 Rettspraksis og nemndspraksis

Rt. 1984 s. 248

Rt. 1998 s. 1315

Rt. 2000 s. 679

Rt. 2003 s. 400

LB-2010-47352

LF-2010-16348

RG 2008 s. 1362 (Eidsivating)

NFM Etisk råd, sak nr. 13/2002

BKN-2007-41

BKN-2010-164

BKN-2010-155

BKN-2009-104

BKN-2010-47

BKN-2010-140

BKN-2010-69

BKN-2010-168

BKN-2010-105

10.5 Myndighetspraksis og –publikasjoner

CESR (2007)

CESR. *Inducements under MiFID*. 29. mai 2007.

CESR (2010)

CESR. *Inducements: Report on Good and Poor Practices*. 19. april 2010.

Finansdepartementet (2009)a

Finansdepartementet. *Klage på tilbakekall av tillatelse – Caveo ASA*. Brev til Caveo ASA. 5. februar 2009.

Finansdepartementet (2009)b	Finansdepartementet. <i>Klage på vedtak om tilbakekall om tillatelse</i> . Brev til Josef K. AS. 19. januar 2009.
Finanstilsynet (2007)	Finanstilsynet. <i>Forhåndsvarsel om tilbakekall av tillatelse</i> . Brev til Terra Securities ASA. 27. november 2007.
Finanstilsynet (2008)a	Finanstilsynet <i>Vedtak om tilbakekall av tillatelse</i> . Brev til Totalvekt ASA. 24. juni 2008.
Finanstilsynet (2008)b	Finanstilsynet. <i>Vedtak om tilbakekall av tillatelse</i> . Brev til Caveo ASA. 24. juni 2008.
Finanstilsynet (2008)c	Finanstilsynet. <i>Tilbakekall av Glitnir Privatøkonomi AS' tillatelser til å yte investeringstjenester</i> . Pressemelding 11. april 2008. http://finansstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2008/2-kvartal/Tilbakekall-av-Glitnir-Privatokonomi-AS-tillatelser-til-a-yte-investeringstjenester [sitert 24.januar 2011]
Finanstilsynet (2008)d	Finanstilsynet. <i>Overtredelse av kravene til god forretningsskikk etter verdipapirhandelloven § 10-11</i> . Brev til Glitnir Privatøkonomi AS. 10. april 2008.
Finanstilsynet (2009)	Finanstilsynet. <i>Merknader – endelig rapport</i> . Brev til Finanshuset ASA. 20. august 2009. http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2009/Merknader---endelig-rapport/ [sitert 23. februar 2011]

Finanstilsynet (2010)a	<i>Finanstilsynets årsmelding 2009</i>
Finanstilsynet (2010)b	Finanstilsynet. <i>Merknader – endelig rapport</i> . Brev til Pareto PPN AS. 15. november 2010. http://finansstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2010/Merknader---endelig-rapport-1/ [sitert 31. januar 2011]
Finanstilsynet (2010)c	Finanstilsynet. <i>Merknader – endelig rapport etter stedlig tilsyn</i> . Brev til Alphaspar AS. 9. mars 2010. http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2010/Merknader---endelig-rapport-/ [sitert 9. februar 2011]
Finanstilsynet (2011)a	Finanstilsynet. <i>Omfattende undersøkelse av bankenes salg av finansielle instrumenter</i> . Pressemelding 27. januar 2011. http://finansstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/1_kvartal/Omfattende-undersokelse-av-bankenes-salg-av-finansielle-instrumenter/ [sitert 4. februar 2011]
Finanstilsynet (2011)b	Finanstilsynet. <i>Finansielt utsyn 2011</i> . 7. mars 2011.
Finanstilsynet (2011)c	Finanstilsynet. <i>Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringsjenester</i> . Brev til Agilis Group AS. 23. mars 2011.

10.6 Forarbeider

Finansdepartementet (2009)c	<p>Finansdepartementet. <i>Høring - forslag om endringer i verdipapirhandelloven vedrørende andeler i ansvarlige selskaper og kommandittselskaper</i>. 23. September 2009.</p> <p>http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2009/horing---forslag-om-endringer-i-verdipap/horingsbrev.html?id=577779</p> <p>[sitert 24. april 2011].</p>
Finanstilsynet (2008)e	<p>Finanstilsynet. <i>Høringsnotat – forslag til endringer i verdipapirforskriftens regler om lydopptak</i>. 26. august 2008.</p> <p>http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/hoeringer/hoeringsdok/2008/horing---forslag-til-endringer-i-verdipa/horingsnotat/horingsnotat---forslag-til-endringer-i-v.html?id=527182 [sitert 12. februar 2011].</p>
FNO (2008)	<p>Finansnæringens Fellesorganisasjon.</p> <p><i>Undersøkelse av bankers salg av sammensatte produkter</i>. Høringsuttalelse til</p> <p>Finansdepartementet. 21. mai 2008.</p> <p>http://fnh.no/no/Hoved/Aktuelt/Horingsuttalelser/Eldre/2008/Undersokelse-av-bankers-salg-av-sammensatte-produkter/ [sitert 25. januar 2011].</p>
NOU 2006:3	<p>Om markeder for finansielle instrumenter.</p>
NOU 2011:1	<p>Bedre rustet mot finanskriser.</p>

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007)

Om lov om verdipapirhandel
(verdipapirhandelloven) og lov om regulerede
markeder (børsloven).

